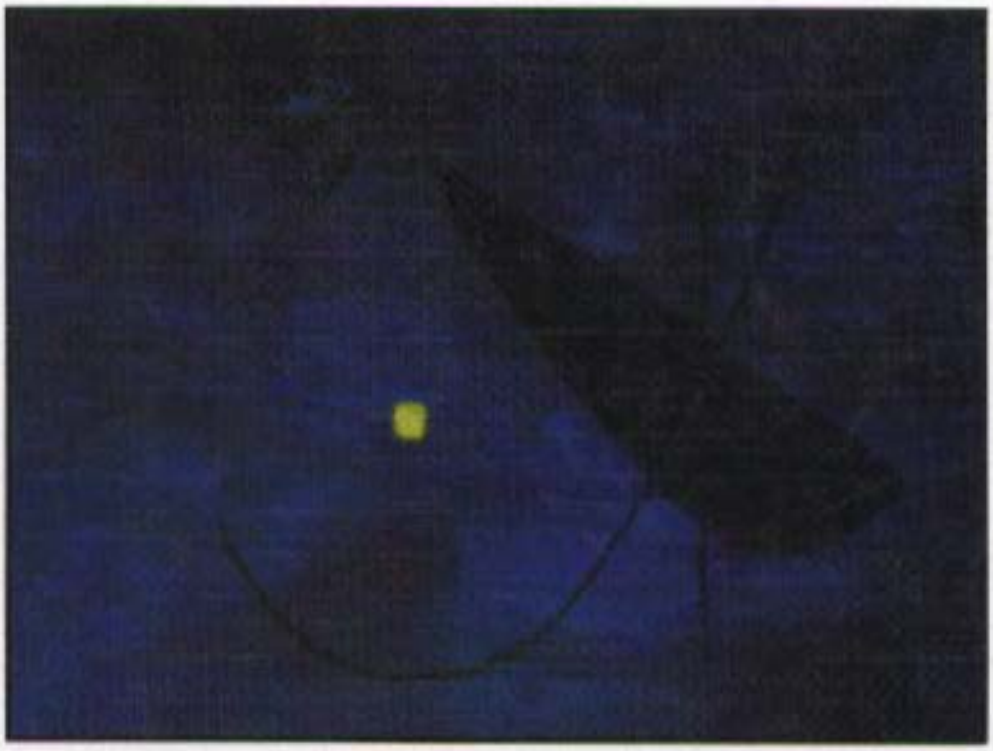
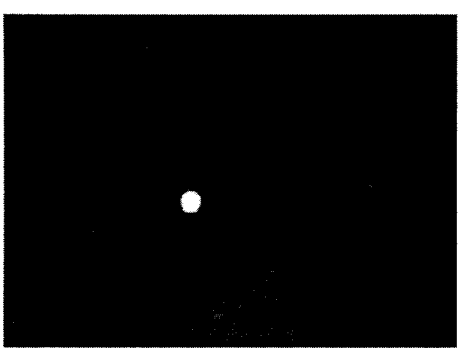
THĒMIS

Revista de Derecho



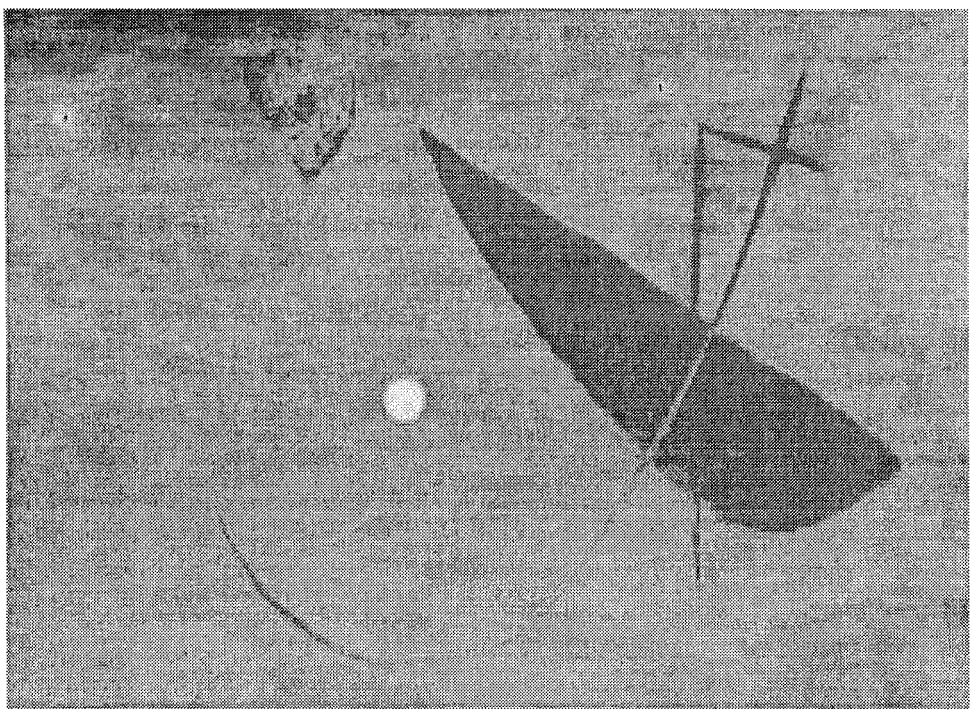
Oliver Hart - Henry Hansmann - Reinier Kraakman
Lucian Bebchuck - Mark Roe - José Antonio Payet
Juan Luis Hernández Gazzo - Roberta Romano - Frank Easterbrook
Daniel Fischel - John Coffee Jr. - Mirella Miranda - Guido Calabresi
Karim Kahatt - Juan J. Martínez - Carlos Cornejo - Ivo Gagliuffi
Andrés Bayly Letts - Enrique Pasquel - Milton Friedman - Jorge Secada
Alfredo Torres - Ramiro Portocarrero - George Triantis - Hernando de Soto
Gaspar Ariño - Juan de la Cuétara - Fritz Du Bois - María Teresa Quiñcnes

Segunda Epoca 2003 N° 46



Fernando de Szyszlo

SIN TITULO
Óleo sobre lienzo.
72 x 99 cm, 1952.



THĒMIS

Revista de Derecho

Prohibida la reproducción parcial o total del contenido de esta publicación sin autorización expresa de la revista

PRESENTACIÓN

«Todo Fluye», aseguró Heráclito hace más de dos mil quinientos años. Hoy en día, sabemos que no le falta razón. Efectivamente, para bien o para mal, nada permanece inmutable. Todo varía, todo se transforma.

Lo que el filósofo griego no pudo prever, sin embargo, fue la velocidad del cambio. Dicen que si sacamos a una persona de la Grecia de Heráclito y la trasladamos a mediados del siglo XVIII, en los albores de la revolución industrial, no se sentiría tan perpleja como aquella que pudiera realizar una travesía histórica de inicios a fines del siglo XX. Dicen, igualmente que en este año se va a generar más información de la que se ha generado en toda la historia de la humanidad.

La celeridad de los acontecimientos y de la transformación del mundo puede generar reacciones distintas y hasta opuestas. Muchos, se quedan pasmados y, sobrecogidos por el temor, se cobijan bajo el cómodo pero engañoso techo de la tradición. Otros tantos, prefieren cerrar los ojos y vivir en el sueño de lo que ya no es más. Algunos, los menos en número pero los más en arrojo y visión, deciden –consciente y voluntariamente- cambiar el rumbo, imponerse metas más ambiciosas y aceptar el cambio, antes que como un motivo para amedrentarse, como una valiosa oportunidad. En THĒMIS, queremos ser parte de este último grupo.

Queremos continuar a la vanguardia, queremos mantener el liderazgo. Y para hacerlo, le ofrecemos dos novedades igualmente ambiciosas. La primera, de carácter formal, un nuevo formato para la revista, que presente de manera más amigable y cómoda los artículos que les ofrecemos. La segunda, que ya no nos conformamos con publicar lo mejor del medio: en un mundo globalizado y de fronteras que tienden a debilitarse, es imperante tener acceso a la mejor información del orbe; elaborada por profesores y académicos de las universidades más prestigiosas del mundo.

El sueño era vasto. El riesgo era enorme. Las dificultades parecían insuperables. Lo importante, en todo momento, era no perder la brújula: que tanto usted, como nosotros nos merecemos.

EL COMITÉ DIRECTIVO

THĒMIS

Revista de Derecho

Publicación editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú

COMITÉ DIRECTIVO

Guillermo Bracamonte Hinostroza
Diego Carrión Alvarez Calderón
Cristina Ferraro Delgado
Jose Luis Gargurevich Valdez
Mirella Miranda Ñique
Enrique Pasquel Rodríguez

MIEMBROS

Agnes Arbaiza Mejía
Fabiola Baquerizo Micheline
Gonzalo Bernal Neumann
Daniel Cabrera Morgan
Vanessa Chávarry Meza
Marcel Cordero Cabrera
Nicolás Cornejo Germer
Javier de Belaunde de Cárdenas
Walter Esquivel Valera
Pamela Ferro Cornejo
Edgardo Gamarra Bellido
Nydia Guevara Villavicencio
Sheila La Serna Jordán
Alejandro Manayalle Chirinos
Ursula Martínez García
Elva Morán Rodríguez
Vasco Mujica Roggero
Lucia Olavarría Salinas
Renato Piazzon Falcone
Mariela Pérez-Costa
Diego Portocarrero Koechlin
Victor Rodriguez Macedo
Rafael Salazar Gamarra
Michel Seiner Pellny
Luciana Tataje Villalobos
Augusto Townsend Klinge
Verónica Vergaray Béjar
Percy Wilman Arriarán

COMITÉ CONSULTIVO

Jorge Avendaño Valdez
Javier de Belaunde López de Romaña
Carlos Cárdenas Quirós
Francisco Eguiguren Praeli
Carlos Fernández Sessarego
Baldo Kresalja Rosselló
Elvira Méndez Chang
Juan Monroy Gálvez
Javier Neves Mujica
Manuel de la Puente y Lavalle
Fernando de Trazegnies Granda

THĒMIS - **Revista de Derecho** no comparte necesariamente las opiniones vertidas por los autores y entrevistados en la presente edición.

Asociación Civil THĒMIS - Revista de Derecho
2do. piso de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Teléfono 460-2870 anexo 656
Fax: 461 - 3465
Correo Electrónico: themis@pucp.edu.pe
http://www.revistathemis.com

ÍNDICE

TEMA CENTRAL: DERECHO CORPORATIVO

Oliver Hart
Una perspectiva económica sobre la teoría de la empresa 1

Henry Hansmann y Reinier Kraakman
El rol esencial del Derecho de las Organizaciones 15

Lucian A. Bebchuck y Mark J. Roe
Una teoría sobre dependencia de caminos en propiedad y Gobierno Corporativo 47

José Antonio Payet
Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la protección de las minorías 77

Juan Luis Hernández Gazzo
Consideraciones sobre el reparto de utilidades en las sociedades anónimas 105

Roberta Romano
Una guía para tomas de control: Teoría, evidencia y regulación 119

Frank Easterbrook y Daniel Fischel
Divulgación obligatoria y la protección a los inversionistas 165

John C. Coffee Jr.
Las fallas del mercado y el argumento económico a favor de un sistema obligatorio de revelación de información 195

Mirella Miranda
¡No todo queda en familia! La indebida regulación del *insider trading* 219

MISCELÁNEA

Guido Calabresi
La decisión por accidentes: una aproximación a la asignación objetiva de costos 235

Karim Kahatt
Financiamiento y medio ambiente: El impacto de los aspectos ambientales en las políticas crediticias de las instituciones financieras 255

Juan José Martínez
Apuntes sobre el rol del Derecho frente al problema de agencia en las organizaciones 279

Carlos Cornejo Vargas
Algunos apuntes sobre la prescripción laboral en la experiencia legislativa y jurisdiccional peruana 287

Ivo S. Gagliuffi Piercechi
La publicidad denigratoria en el Perú: Memorias sobre la guerra de las kolas amarillas (historia de Gómez, los chamanes, los cocineros y la impulsadora) 299

Andrés Bayly y Enrique Pasquel
¿Quién dijo que en Salem hubo brujas? La privatización del servicio de justicia: Rompiendo el mito de la justicia estatal 315

INTERDISCIPLINARIAS

Milton Friedman
El real almuerzo gratis: Mercados y propiedad privada 337

Jorge Secada
El once de septiembre y la ética de la violencia 343

Alfredo Torres Guzmán
Liberales y estatistas en América Latina 353

CONCURSO DE INVESTIGACIÓN JURÍDICA

Ramiro Portocarrero Lanatta
La impugnación del laudo contrario al orden público en la Ley General del Arbitraje 365

ENTREVISTAS

George Triantis 385

Hernando de Soto 393

MESA REDONDA

Gaspar Ariño, Fritz DuBois, Juan de la Cuétara y María Teresa Quiñones
Un inventario de ideas fundamentales sobre la regulación de los servicios Públicos 403

¿QUÉ ESTÁ LEYENDO ... ?

Alfonso Montoya 411

Gonzalo Zegarra 412

RESEÑA DE TESIS 414

AGENDA THĒMIS 415

UNA PERSPECTIVA ECONÓMICA SOBRE LA TEORIA DE LA EMPRESA*

Oliver Hart**

Profesor de Economía. Masachusetts Institute of Technology. B.A. 1969, Cambridge University: M.A. 1972. Warwick University: Ph.D. 1974, Princeton University.

La fuerza del crecimiento de las modernas economías capitalistas está constituida, en gran medida, por las empresas. Es por ello que en torno a éstas se han erigido una serie de teorías económicas que han pretendido explicar, de manera integral, la lógica y el funcionamiento de las mismas. Sin embargo, ninguna de estas teorías ha logrado a plenitud este cometido.

En el presente artículo, Oliver Hart nos enseña de manera clara el enfoque de la economía en torno a las empresas, mediante una exposición de las teorías de la empresa existentes, sus ventajas y debilidades. Con ello el autor pretende mostrar no sólo la evolución de la aproximación económica en torno al tema, sino además la posibilidad real de conjugar los mejores aspectos de estas teorías, a fin de crear una teoría de la empresa más comprensiva y realista.

*El título original del presente artículo el «An Economist's Perspective of the Theory of the Firm» publicado en Columbia Law Review. Nov.,1989. La traducción fue realizada por Mariela Perez-Costa, bajo la supervisión del doctor Gonzalo Zegarra Mulanovich.

"Reconozco agradecidamente los comentarios de Jeffrey Gordon, Bengt Holmstrom y Jean Tirole. Este artículo está basado en parte en la conferencia Fisher-Shultze dada por el autor en la Sociedad Econométrica en Bologna, Italia en agosto de 1988. Parte del trabajo fue realizado mientras el autor visitaba la escuela de negocios de Harvard Business School como investigador becario Martin Bower. El autor quisiera agradecer a esa institución por su hospitalidad y soporte económico. Asimismo, quisiera también agradecer la asistencia económica de las fundaciones Guggenheim y Olin, the Center for Energy and Policy Research de MIT y the National Science Foundation.

Cualquier ajeno al campo de la economía probablemente daría por sentado que los economistas han desarrollado largamente una «teoría de la empresa[1]». Después de todo, las empresas son el motor del crecimiento de las modernas economías capitalistas, y por ello los economistas seguramente han de contar con sofisticadas perspectivas de cómo se comportan ellas. De hecho, pocas cosas podrían estar más lejos de la verdad. La mayoría de los modelos formales sobre la empresa son sumamente rudimentarios, capaces de retratar únicamente empresas hipotéticas que guardan poca relación con las complejas organizaciones que vemos en el mundo. Más aún, aquellas teorías que intentan incorporar características reales de sociedades, mecanismos asociativos, etc., usualmente carecen de precisión y rigor, por lo que -en gran medida- no lograron ser aceptadas en la corriente teórica principal.

Este artículo intenta brindarle a los abogados una aproximación a cómo piensan los economistas sobre las empresas. No pretende ofrecer una estadística sistemática del tema; sino más bien resalta diversas ideas de particular importancia, y luego explora una perspectiva teórica alternativa desde la cual analizar el tema en cuestión.[2] La parte I introduce varias teorías económicas asentadas en torno a la empresa. La parte II se vuelca hacia una nueva teoría sobre la empresa, la cual no se basa en estructuras de capital humano, sino en derechos de propiedad. La parte III sintetiza esta teoría de la empresa basada en los derechos de propiedad con teorías más establecidas.

I. TEORÍAS ESTABLECIDAS

A. Teoría neoclásica

Toda discusión acerca de las teorías sobre la empresa[1] debe empezar con la aproximación neoclásica, dieta permanente de los economistas modernos. Desarrollada desde hace más o menos 100 años, esta aproximación puede ser encontrada en cualquier libro de texto actual; de hecho, en la mayoría de textos es la única teoría de la empresa que se presenta.[3]

La teoría neoclásica concibe a la empresa como una unidad de planes de producción factibles.[4] Un administrador dirige esta unidad comprando y vendiendo insumos y productos en un mercado spot y escogiendo un plan que maximice beneficios para el dueño. El beneficio es usualmente representado por la utilidad o, si ésta es incierta de manera que la maximización no esté bien definida, por el valor presente neto esperado de la futura utilidad (posiblemente disminuida por el riesgo), o por el valor de mercado.

Para muchos abogados y economistas, ésta es una caricatura de la empresa moderna; es rigurosa pero rudimentaria. Por lo menos tres razones ayudan a explicar su prolongada supervivencia. En primer lugar, esta teoría se presta a una formalización matemática elegante y general. En segundo lugar, es muy útil para analizar cómo las opciones de producción de una empresa responden al cambio exógeno del entorno, tal como un incremento de sueldos o impuestos.[5] Por último, la teoría es asimismo muy útil para analizar las consecuencias de la interacción estratégica entre empresas en un escenario de competencia imperfecta;[6] por ejemplo, nos

[1] Nota del Autor: se usa empresa por «firma», que es como se tradujo «The Nature of the Firm» de Ronald Coase, pues empresa se utiliza más en castellano.

[2] Varios estudios proveen otras perspectivas sobre este tema. Véase, por ejemplo, HOLMSTROM & TIROLE: «The Theory of the Firm». En 1 Handbook of Industrial Organization (R. Schmalensee & R. Willig eds., próximo a salir en 1989); MILGROM & ROBERTS, «Economic Theories of the Firm: Past, Present and Future», 21 Can. J. Econ. 444 (1988); WILLIAMSON: «The Logic of Economic Organization». 4 J.L Econ. & Organization 65, (1988).

[3] Véase, por ejemplo, J. Henderson & R. Quandt: «Microeconomic Theory: A Mathematical Approach», 1980, pp. 64-134; H. VARIAN: «Microeconomic Analysis», 1984, pp. 6-78.

[4] Por ejemplo, un plan viable podría ser el usar 10 horas hombre y un acre de tierra para producir cien libras de trigo, mientras que otro plan viable podría ser el usar 12 horas hombre y un acre y medio para producir cincuenta libras de maíz.

[5] Véase H. VARIAN, nota 2 *supra*, p. 47; BISHOP: «The Effects of Specific and Valorem Taxes», 82 Q.J. Econ. 198 (1968).

[6] Véase J. TIROLE: «The Theory of Industrial Organization», pp. 205-301, 1988.

puede ayudar a entender la relación entre el grado de concentración en una industria y la producción y el nivel de precios de ésta.

Reconocidas estas ventajas, la teoría neoclásica adolece de algunas claras debilidades. No explica cómo se organiza la producción al interior de la empresa, cómo se resuelven los conflictos de interés entre los dueños, administradores, trabajadores y consumidores, ni tampoco, de manera más general, cómo se logra la meta de maximización de utilidades. De manera más sutil, la teoría neoclásica evade la pregunta sobre qué define a una empresa o qué determina sus límites. Dado que esta teoría no responde la cuestión del tamaño de una empresa, no es capaz de explicar las consecuencias de dos empresas que deciden fusionarse, o de una empresa que se escinde en dos más pequeñas. La teoría neoclásica describe rudimentariamente cómo funcionan las empresas, pero contribuye muy poco a una imagen significativa de su estructura.

B. Teoría del Agente-Principal

La teoría del Agente-Principal, un avance importante de los últimos 15 años, supera algunas de las debilidades de la aproximación neoclásica.[7] Reconoce los conflictos de interés existentes entre los diferentes actores económicos, formalizando dichos conflictos a través de la inclusión de problemas de observación y de asimetría informativa. Esta teoría aún toma a la empresa como una unidad de producción, pero ahora el administrador toma decisiones de producción, tales como inversión o asignación de esfuerzos, que los dueños de la empresa no observan.

Debido a que el administrador tiene que lidiar con las operaciones del día a día de la empresa, se presume también que cuenta con información sobre la rentabilidad de ésta que los dueños ignoran. Adicionalmente, los administradores tienen otras metas en mente más allá del bienestar de los dueños, tales como ganancias extras en el trabajo, una vida más fácil, construcción de imperios, etc.

Bajo estas condiciones, la teoría del Agente-Principal sostiene que será imposible para los dueños implementar sus propios planes de maximización de ganancias directamente, a través de un contrato con el administrador; en general, los dueños no van a ser ni siquiera capaces ex post de decir si es que el administrador escogió un buen plan. En lugar de eso, los dueños intentarán alinear los objetivos del administrador con los suyos propios, colocando al administrador bajo un esquema de incentivos. Pero aun bajo un óptimo esquema de este tipo, el gerente siempre va a poner más peso sobre sus propios objetivos a expensas de los de los dueños, y los conflictos de intereses seguirán vigentes. En ese sentido, tenemos los inicios de una teoría gerencial de la empresa.[8]

La teoría del Agente-Principal enriquece significativamente la teoría neoclásica, pero es aún incapaz de contestar las preguntas sobre qué es lo que define a una empresa y dónde están localizados los límites a su estructura. Para entender por qué, tomemos en cuenta el ejemplo de Fisher Body, que por muchos años ha suministrado carrocerías de autos a General Motors.[9] La teoría del Agente-Principal puede explicar porqué tendría sentido para GM y Fisher firmar un acuerdo para compartir ganancias, en virtud del cual parte de la ganancia de Fisher Body está basada en la ganancia que obtiene GM por sus ventas: esto incentiva a Fisher a suministrar productos de alta calidad. Lo que no nos dice esta teoría, sin embargo, es si es importante que este acuerdo de compartir ganancias sea llevado a cabo por medio de una fusión entre las dos empresas, teniendo GM el control sobre la gerencia de Fisher, o si GM y Fisher Body deben mantener empresas separadas, o si GM y Fisher se deben fusionar, quedando la gerencia de Fisher con autoridad sobre la gerencia de GM.[10] En otras palabras, la teoría del Agente-Principal explica esquemas de incentivos óptimos, pero no las formas de organización (al menos no directamente). De aquí que, en ausencia de un paralelo entre ambas, que resulta muy difícil de trazar, la teoría del Agente-Principal no provee ninguna predicción acerca de la naturaleza y extensión de la empresa.[11]

---

[7] Véase, e.g., HOLMSTROM: «Moral Hazard and Observability», 10 Bell J. Econ. 74 (1979); SHAVELL: «Risk Sharing and Incentives in the Principal Agent Relationship», 10 Bell J. Econ. 55 (1979). Para un análisis más reciente, véase HART & HOLMSTROM: «The Theory of Contracts». En: Advances in Economic Theory: Fifth Worls Congress , T. Bewley ed. 1987, pp. 71, 75-106.

[8] Es posible también extender la visión del Agente-Principal sobre la empresa para analizar los conflictos de interés entre administradores y trabajadores, y aquellos entre administradores y consumidores. Véase CALVO & WELLISZ: «Supervision, Loss of Control and the Optimum Size of the Firm», 86 J. Pol. Econ. 943, 1978.

[9] Discutiré la relación entre GM y Fisher Body en diversas partes de este texto. Al hacer esto, recurriré a los materiales de Klein, Crawford & Akchian, «Vertical Integration, Apropriable Rents, and the Competitive Contracting Process».
21 J.L & Econ. pp. 297, 308-10, (1978); Klein: «Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body-General Motors Relationship Revisited». 4 J.L Econ. & Organization 199 (1988).

[10] Como dato histórico, GM y Fisher comenzaron como empresas separadas pero unidas por un contrato de larga duración , pero luego de una disputa, GM compró Fisher en 1926. KLEIN, CRAWFORD & ALCHIAN, nota 8 *supra*, p. 310.

C. Economía de costos de transacción

Mientras que el paradigma neoclásico, modificado por la teoría del Agente-Principal, progresó de la manera descrita anteriormente, una aproximación a la teoría de la empresa totalmente diferente se desarrolló bajo el encabezado de la economía de los costos de transacción. Introducida en el famoso artículo de Coase de 1937,[12] la economía de los costos de transacción rastrea la existencia de las empresas hacia los costos de pensar, planear y contratar que acompañan cada transacción; costos usualmente ignorados por el paradigma neoclásico. La idea es que en algunas situaciones, los costos van a ser menores si la transacción es llevada a cabo al interior de una empresa en lugar de en el mercado. Según Coase, el principal costo de transar en el mercado es el costo de aprender y regatear sobre los términos del intercambio. Este costo puede ser particularmente grande si la transacción es una de larga duración, en la cual el aprendizaje y el regateo deben ser realizados repetidas veces.[13] Los costos de transacción pueden reducirse dándole a una de las partes autoridad sobre los términos de intercambio, al menos dentro de ciertos límites. Pero, según Coase, esta autoridad es precisamente lo que define a una empresa: al interior de la misma, las transacciones se llevan a cabo como consecuencia de las instrucciones y órdenes dadas por un jefe, y el mecanismo de precios queda suprimido.[14]

Tal arreglo, sin embargo, conlleva sus propios costos. Concentrar la autoridad en manos de una sola persona posiblemente incremente el costo de los errores y conduzca a una mayor rigidez administrativa. A juicio de Coase, los límites de la empresa están en el punto donde los ahorros del costo marginal de las transacciones al interior de la empresa, se equiparan a estos costos adicionales del error y de la rigidez.[15]

Las ideas de Coase, si bien reconocidas como muy originales, tardaron mucho tiempo en ser comprendidas.[16] Existen probablemente dos razones que justificarían esto último. En primer lugar, sigue siendo muy difícil hasta hoy, formalizarlas. En segundo lugar, existe una debilidad conceptual, advertida por Alchian y Demsetz,[17] en la dicotomía de la teoría, entre el rol de la autoridad al interior de la empresa y el rol del intercambio comercial en el mercado. Tómese en cuenta, por ejemplo, la noción de Coase acerca de la autoridad que un empleador ejerce sobre un empleado, es decir, un empleador puede decirle a un empleado qué hacer.[18] Alchian y Demsetz cuestionaron esto último al preguntar qué es lo que le asegura al empleador que el empleado va a obedecer sus instrucciones. Para ponerlo de otra manera, ¿qué le sucedería al empleado si desobedece las instrucciones del empleador? ¿Podría demandársele por incumplimiento de contrato? Improbable. Posiblemente, lo peor que le podría suceder es que sea despedido. Pero el despido es la típica sanción que un contratante independiente le impone a otro si le disgusta su desempeño. Parafraseando la crítica de Alchian y Demsetz, no es tan claro que un empleador pueda decirle a un empleado qué hacer, más de lo que un consumidor puede ordenar qué hacer a un vendedor de abarrotes (qué verduras vender y a qué precio); en cualquiera de los dos casos, una negativa llevaría muy probablemente a la terminación de la relación, a un despido. En el caso del vendedor de abarrotes, esto significaría que el cliente le comprará a otro.[19] Así, de acuerdo con los argumentos

[11] Sería posible trazar un paralelo entre ambas si, digamos, los acuerdos de compartir ganancias y costos estuvieran solamente al interior de una sola firma. Sin embargo, ese no es el caso. Por ejemplo, tómese en cuenta los contratos de costo más ganancia entre el Gobierno de los Estados Unidos y contratistas privados de defensa. Véase generalmente F. Scherer: «The Weapons Acquisition Process: Economic Incentives», pp. 131-309 (1964), para una discusión sobre contratos de defensa.

[12] COASE: «The Nature of the Firm», 4 Economica 386 (1937).

[13] Se puede distinguir entre el aprender y regatear los costos en que se incurre al inicio de la relación, cuando las partes arriban a un acuerdo inicial, y aquellos otros en los que se incurre a lo largo de la relación y cuando las partes revisan el acuerdo. Para estos efectos, los últimos son más importantes.

[14] Una idea similar se puede encontrar en Simon: «A Formal Theory of the Employment Relationship», 19 Econometrica 293 (1951) (sostiene que resulta eficiente para el empleado aceptar la autoridad del empleador si el empleado es indiferente con las tareas que realiza, pero el empleador tiene una estricta preferencia). Vale la pena notar además que las propiedades de adaptación superiores en la relación laboral fueron enfatizadas por Chester Barbard más o menos en la misma época en que Coase escribía. Véase C. BARNARD: «The Functions of the Executive», pp. 139-60 (1938) (discutiendo sobre incentivos necesarios para inducir a los individuos a contribuir a las organizaciones).

[15] COASE, nota 11 *supra*, p. 395.

[16] En palabras de Coase, sus ideas eran «muy citadas pero poco usadas» (hasta los años 70). COASE: «The Nature of the Firm: Influence», 4J.L Econ. & Organization 33, 33 (1988).

[17] ALCHIAN & DEMSETZ: «Production, Information Costs, and Economic Organization», 62 Am. Econ. Rev. 777 (1972).

[18] COASE, nota 11 *supra*, p. 404.

[19] ALCHIAN & DEMSETZ, nota 16 *supra*, pp. 777-78, 783-84. Pero cf. Mastern: «A Legal Basis for the Firm», 4 J.L. Econ. & Organization 181, 186-87 (1988) (el derecho hace una distinción entre una relación empleador-empleado y una entre contratantes independientes, en la medida en que el empleado le debe al empleador lealtad y obediencia, que no existen entre contratantes independientes).

esgrimidos por Alchian y Demsetz, la idea de Coase de que las empresas se caracterizan por establecer relaciones de autoridad, realmente no se mantiene en pie.[20]

Al encontrar la caracterización de Coase sobre la empresa incompleta, Alchian y Demsetz desarrollaron su propia teoría, basada en la producción y el monitoreo. Las transacciones que envuelven una producción conjunta o en equipo requieren de un monitoreo minucioso, de tal manera que la contribución de cada uno de los actores pueda ser evaluada. De acuerdo a Alchian y Demsetz, la mejor manera de proveer al controlador de los incentivos adecuados es dándole el siguiente manojo de derechos, los cuales determinan efectivamente la propiedad de la empresa capitalista: 1) ser un demandante residual; 2) observar el comportamiento de los ingresos; 3) ser la parte central común a todos los contratos con ingresos; 4) el poder cambiar a los miembros del equipo; y, 5) el poder vender los derechos enumerados del 1) al 4).[21] Volveremos a retomar algunas de las ideas anteriormente esbozadas, pero nos basta con lo dicho para hacer ver que esta teoría sufre de las mismas críticas dirigidas contra Coase: no queda claro por qué los problemas de producción conjunta y monitoreo deben ser resueltos a través de la empresa y no a través del mercado. De hecho, no se necesita mirar tan lejos para encontrar ejemplos de soluciones que el mercado podría brindar a estos problemas, por ejemplo, auditorías entre contratantes independientes.

Mientras las dudas respecto de las especificidades de la teoría de Coase eran expresadas, su idea principal -que las empresas aparecen para economizar costos de transacción era crecientemente aceptada. La naturaleza exacta de estos costos de transacción, sin embargo, todavía no quedaba clara. ¿Qué había más allá de los costos de aprender y regatear que, de acuerdo con Coase, son un componente principal de las transacciones del mercado? El profesor Oliver Williamson ha ofrecido el análisis más profundo y de mayores alcances con relación a estos costos.[22] Williamson reconoció que los costos de transacción pueden asumir una particular importancia en situaciones en las cuales los actores económicos crean inversiones de relaciones específicas, respecto de un grupo de individuos o activos.[23] Algunos ejemplos de este tipo de inversiones incluyen poner una planta de generación de electricidad junto a una mina de carbón que va a proveerla; la capacidad expansiva de una empresa para satisfacer los requerimientos específicos de un cliente; entrenar a un trabajador para que opere un grupo de máquinas o para que trabaje con un determinado grupo de individuos; o un trabajador mandándose a una ciudad donde tiene un nuevo empleo.[24]

En situaciones como éstas, seguramente habrá mucha competencia antes de llevar a cabo las inversiones; pueden haber muchas minas de carbón al lado de las cuales una planta de generación de electricidad puede ser localizada, o muchas ciudades a las cuales un trabajador se puede mudar. Pero una vez que las partes hunden sus inversiones, están hasta cierto punto amarradas la una a la otra. En consecuencia, usualmente los mercados externos no proveerán una guía para los costos de oportunidad de las partes, una vez que la relación esté encaminada. Esta falta de información toma gran significación, desde que, en vista de la magnitud y grado de la inversión específica, se podría esperar que relaciones como éstas fueran de larga duración.[25]

En un mundo ideal, la falta de señales ex post del mercado no generaría ningún problema, toda vez que las partes podrían firmar un contrato de larga duración antes de invertir, en el cual se especificarían las obligaciones de cada agente y los términos del intercambio en cada una de las posibles situaciones futuras. En la práctica, sin embargo, los costos de concepción, negociación y exigibilidad, hacen a ese contrato prohibitivamente caro. Como consecuencia de ello, las partes deben negociar muchos de los términos de la relación

[20] Cabe notar que la segunda parte de la tesis de Coase, en la que defiende que las empresas suprimen el sistema de precios, está también errada. El uso de precios para colocar recursos al interior de una empresa multidivisional –el fenómeno de los precios de transferencia, probablemente más común ahora que cuando Coase escribió- parece ser un inmediato contraejemplo. Para una discusión reciente sobre el uso de precios de transferencia, véase ECCLES & WHITE: «Price and Authority in Inter-Profit Center Transactions», 94 Am. J. Soc. S17 (Supp. 1988).

[21] Véase Alchian & Demsetz, nota 16 *supra*, p. 783.

[22] Véase generalmente O. WILLIAMSON: «The Economic Institutions of Capitalism» (1985), (en adelante Economic Institutions); O. WILLIAMSON: «Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications», (1975). Para otro análisis significativo acerca de estos costos, véase generalmente Klein, Crawford & Alchian, nota 8 *supra*.

[23] Véase «Economic Institutions», nota 21 *supra*, p. 30.

[24] Ibid., pp. 95-96.

[25] Ibid., p. 61. Para evidencia empírica sobre la importancia de inversiones de relaciones específicas y efectos de «amarre», véase JOSKOW: «Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships: Empirical Evidence», 4 J.L Econ. & Organization 95 (1988).

en la medida en que la relación se desarrolla. Williamson sostiene que esto conlleva dos tipos de costos. En primer lugar, se generarán costos derivados de la negociación posterior (*ex post*) en sí misma: las partes se pueden comprometer colectivamente a realizar actividades despilfarradoras para tratar de incrementar su participación en el excedente *ex post*; asimismo, la asimetría informativa puede hacer ciertas ganancias del intercambio difíciles de identificar.[26] En segundo lugar, y tal vez de mayor importancia, desde que el poder de negociación de una de las partes y su participación en el posterior excedente pueden guardar poca relación con su inversión inicial (*ex ante*), las partes tendrían incentivos inadecuados para invertir en el escenario inicial (*ex ante*).[27] Particularmente, un agente lejano escogería ineficientemente su inversión desde el punto de vista de sus co-contratantes, dado que notaría la posibilidad de que esos socios le expropien parte de su inversión en el escenario posterior.[28]

A juicio de Williamson, traer una transacción del mercado a la empresa -el fenómeno de la integración- mitiga este comportamiento oportunista y mejora los incentivos para invertir. Es menos probable que un agente A se aproveche de un agente B, si A es empleado de B, que si A fuera un contratante independiente. No obstante, Williamson no describe en términos precisos el mecanismo por el cual ocurre esta reducción del oportunismo. Además, algunos costos presumiblemente van de la mano con la integración. De otra manera, todas las transacciones serían llevadas a cabo al interior de las empresas, y el mercado ya no sería utilizado para nada. Williamson, sin embargo, deja poco claro cuál es la naturaleza de estos costos.[29]

D. La empresa como un nexo de contratos

Todas las teorías discutidas hasta el momento adolecen de la misma debilidad: mientras que ponen de relieve la naturaleza de las fallas contractuales, ninguna logra explicar, de manera convincente o rigurosa, cómo es que introduciendo una transacción a la empresa se mitigan esas fallas.

Un argumento en contra de esa debilidad es sostener que no es realmente una debilidad. Según este punto de vista, la empresa es simplemente un nexo de contratos[30] y, en consecuencia, tiene poco sentido tratar de distinguir entre las negociaciones hechas al interior de una empresa y aquellas realizadas entre empresas distintas. Más bien, ambas categorías de negociaciones son parte de una cadena continua de tipos de relaciones contractuales, y las distintas empresas u organizaciones representan diferentes puntos en esa cadena.[31] En otras palabras, cada tipo de organización de negocio representa nada más que un particular «formato estándar» de contrato.

Un «formato estándar» de contrato es la sociedad abierta o pública caracterizada por tener responsabilidad limitada, duración indeterminada, y libre transferibilidad de acciones y derechos de voto. En principio sería posible crear un contrato con estas características cada vez que se necesite, pero, dado que estas características tienden a ser muy útiles en diferentes contextos, es mucho más conveniente el poder recurrir a un «formato estándar». Sociedades o formas asociativas «cerradas» son otros ejemplos de «formatos estándar» útiles.

[26] «Economic Institutions», nota 21 *supra*, p. 21.

[27] Ibid., pp. 88-89.

[28] Ibid., pp. 30-32.

[29] Williamson sostiene que el mayor beneficio de la integración proviene del hecho de que la parte con autoridad puede resolver las disputas mediante actos (en oposición a litigios), mientras que el mayor costo proviene del hecho de que la parte con autoridad no puede comprometerse a intervenir selectivamente en los asuntos de las otras partes. Véase ibid., pp. 76, 133-35. Williamson, sin embargo, no tiene muy claros los mecanismos que están en juego. Por ejemplo, un jefe puede tratar de resolver una disputa, pero ¿qué le garantiza que las partes seguirán su solución? Parafraseando a Alchian & Demsetz, ¿cuál es el poder disciplinario que un jefe tiene y que un contratante independiente no? Una cuestión similar emerge con respecto a la intervención selectiva. ¿En qué actividades intervendrá el jefe y cómo será aplicada esta intervención? ¿Qué poder de intervención tiene un jefe que un contratante independiente no? Véase notas 16-18 *supra* y el texto acompañado.
Los mayores poderes que un jefe tiene en relación a un contratante independiente pueden ser entendidos si tomamos la visión de la empresa basada en derechos de propiedad –en particular, si uno reconoce que la empresa consiste en bienes no humanos tanto como en bienes humanos y que un jefe, por lo general, tiene control sobre aquellos bienes no humanos.

[30] La teoría de la empresa como un nexo de contratos es usualmente asociada a Jensen y Meckling. Véase JENSEN & MECKLIN: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», 3 J. Fin. Econ. 305, 310 (1976).

[31] Nótese que las ideas que los abogados y los economistas puedan tener con respecto a lo que constituye un contrato pueden diferir. Los economistas tienden a tomar los contratos como relaciones caracterizadas por expectativas y comportamientos recíprocos; los abogados consideran a las obligaciones legales implícitas en tales relaciones y buscan la formalización a través de los indicios estándar de formación del contrato, tales como oferta y aceptación.

Ver a la empresa como un nexo de contratos es de mucha ayuda para enfocar la atención en el hecho de que las relaciones contractuales con empleados, proveedores, consumidores, acreedores y otros, son aspecto esencial de la empresa. Además, ello

«Sirve para poner en claro que la personalización de una empresa, derivada de formular preguntas del tipo «cuál debería ser la función objetiva de la empresa»...es algo seriamente engañoso. La *empresa no es un individuo*... El «comportamiento» de una empresa es como el comportamiento de un mercado, a saber, es resultado de un complejo proceso de equilibrio».[32]

Al mismo tiempo, la aproximación a la empresa como nexo de contratos, hace menos por resolver la cuestión de lo que es una empresa que por cambiar los términos del debate. En particular, deja abierta la cuestión de por qué se escogen específicos «formatos estándar». Quizás más fundamentalmente, evade la pregunta sobre qué limita el conjunto de actividades cubiertas por un «formato estándar». Por ejemplo, las sociedades anónimas se caracterizan por tener responsabilidad limitada, libre transferibilidad de acciones, y duración indeterminada. Pero, ¿qué limita el tamaño de una sociedad –cuáles son las consecuencias económicas derivadas de la fusión de dos empresas o de la escisión de una empresa en dos? Dado que fusiones y escisiones ocurren todo el tiempo e involucran considerables costos de transacción, parece poco probable que dichos cambios sean meramente cosméticos. Presumiblemente tengan algún efecto real sobre los incentivos y el comportamiento oportunista, pero estos efectos aún permanecen sin ser explicados.

II. UNA APROXIMACIÓN A LA EMPRESA DESDE LA PERSPECTIVA DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD

Una manera de resolver la cuestión de cómo la integración cambia los incentivos, se manifiesta en la literatura reciente que ve la empresa como un conjunto de derechos de propiedad.[33] Esta aproximación tiene mucho del espíritu de la literatura de los costos de transacción de Coase y de Williamson, pero se diferencia de ellas al enfocarse en el rol de los activos físicos -vale decir no-humanos- en una relación contractual.

Consideremos una relación económica del tipo analizado por Williamson, en la que las inversiones de relaciones específicas son importantes y los costos de transacción hacen imposible escribir un contrato de larga duración abarcante para todos los términos de la relación. Consideremos también los activos no-humanos que, en el escenario post-inversión, conforman esta relación. Dado que el contrato inicial tiene lagunas, disposiciones que faltan, o ambigüedades, típicamente ocurrirán situaciones en las que no se especificarán algunos aspectos del uso de estos activos. Por ejemplo, un contrato entre GM y Fisher puede dejar abiertos algunos aspectos sobre el sistema de mantenimiento de las máquinas de Fisher, o puede no especificar la velocidad de la producción de línea o el número de turnos por día.

Asumamos la posición de que el derecho a escoger los aspectos faltantes del trato reside en el dueño del activo. Vale decir, la propiedad de un activo va de la mano con la posesión de derechos residuales de control sobre dicho activo; el propietario tiene el derecho de usar el activo de cualquier manera que no contravenga un contrato, la costumbre, o la ley. Así, el propietario de los activos de Fisher tendrá el derecho de escoger el sistema de mantenimiento y la velocidad de la línea de producción en la medida en que el contrato inicial guarde silencio al respecto.[34]

Finalmente, identifiquemos una empresa con todos los activos no-humanos que le pertenecen, activos que los propietarios de la empresa poseen en virtud de ser propietarios de ella. En esta categoría se incluyen máquinas, inventarios, edificios o locales, dinero en efectivo, listas de clientes, patentes,

Véase GORDON: «The Mandatory Structure of Corporate Law», 89 Colum. L. Rev. 1549, 1549-50 (1989). Nota del Traductor: pública no en el sentido de estatal, como se usa en el Perú, sino de accionariado difundido.

[32] JENSEN & MECKLING, nota 29 *supra*, p. 311.

[33] Véase generalmente GROSSMAN & HART: «The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration», 94 J. Pol. Econ. 691 (1986); HOLMSTROM & TIROLE , nota 1 *supra*; O. HART & J. MOORE: «Property Rights and the Nature of the Firm», Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics Working Paper Number 495, 1988.

Esta literatura le debe mucho a literatura más temprana de derechos de propiedad sobre la eficiencia de la propiedad privada en un mundo sin externalidades. Véase, por ejemplo, Demsetz, «Toward a Theory of Proerty Rights», Am. Econ. Rev., May 1967, p.347.

[34] Esta visión de la propiedad parece consistente con la postura estándar adoptada por los abogados:
«¿Pero qué son l. : derechos de propiedad? Son sustancialmente los mismos que aquellos que acompañan a la posesión. Bajo los límites prescritos por las políticas públicas, al dueño le está permitido ejercer sus poderes naturales sobre el objeto de la propiedad, y está más o menos protegido para excluir a otras personas de tales

derechos de autor, y los derechos y obligaciones encarnados en extraordinarios contratos, en la medida en que éstos también son transferidos con la propiedad. Los activos humanos, sin embargo, no están incluidos. En vista de que los activos humanos no pueden ser comprados ni vendidos, la administración y los trabajadores presumiblemente son dueños de su propio capital humano tanto antes como después de cada fusión.

Tenemos ahora los ingredientes básicos para una teoría sobre la empresa. En un mundo de costos de transacción y de contratos incompletos, los derechos residuales ex post de control van a ser importantes porque, a través de su influencia en el uso de los activos, afectarán el poder de negociación ex post y el reparto del excedente ex post en una relación. Este reparto a su vez afectará los incentivos de los actores para invertir en esa relación. En efecto, cuando los contratos están incompletos, los límites de las empresas importan en el sentido de que éstos determinan quién es dueño y quién controla cuáles activos.[35] En particular, la fusión de dos empresas no deja de proporcionar beneficios ambiguos: en la medida en que el (dueño)administrador de la empresa adquirida pierde derechos de control, su incentivo para invertir en la relación disminuirá. Adicionalmente, el cambio de control puede reducir los incentivos para invertir de los trabajadores de la empresa adquirida. En algunos casos, esta reducción en la inversión será lo suficientemente grande como para que la no-integración sea preferible a la integración.[36]

Nótese que, de acuerdo con esta teoría, al evaluar los efectos de la integración, uno no sólo debe conocer las características de las empresas que se fusionan, sino también quién será el propietario de la empresa fusionada. Si las empresas A y B se fusionan y A se convierte en propietaria de la empresa fusionada, presumiblemente A controlará los derechos residuales en la nueva empresa. A puede utilizar luego dichos derechos para cesar de la empresa a los administradores y empleados de la empresa B. Si se invirtiera la situación, un conjunto diferente de relaciones de control resultaría en que B ejercería control sobre A, y los empleados y administradores de A estarían sujetos a los ceses que haga B.

Sería de mucha ayuda ilustrar estas ideas en el contexto de la relación entre Fisher Body y General Motors.[37] Supongamos que estas empresas firmaron un contrato inicial por el cual Fisher se comprometía a suministrarle a GM un cierto número de carrocerías cada semana. Imaginemos que la demanda por los automóviles de GM aumenta y que ahora GM quiere que Fisher aumente la cantidad que le suministra.

Supongamos también que el contrato inicial guarda silencio sobre este punto, talvez por la dificultad de predecir los costos para Fisher de incrementar el suministro. Si Fisher es una compañía separada, GM presumiblemente deberá asegurarse de tener el permiso de Fisher para aumentar el suministro. Vale decir, el punto estático en cualquier renegociación contractual se da cuando Fisher no provee las piezas extras.

En concreto, GM no tiene el derecho de ir a la fábrica de Fisher y fijar la línea de producción para que suministre las piezas extras; Fisher, como dueño, tiene este derecho residual de control. La situación sería distinta si Fisher fuera una subdivisión o una subsidiaria de GM, de manera que GM fuera dueña de la fábrica de Fisher. En este caso, si la administración de Fisher se rehusara a suministrar las piezas extras, GM tendría siempre la opción de despedir a dicha

interferencias. El dueño puede excluir a todos y no es responsable ante nadie». O. Holmes: «The Common Law», 193 (1963 ed.).

[35] Esta consolidación de la propiedad y del control apunta a una importante laguna en el la aproximación de los derechos de propiedad. Ella no hace una distinción entre propiedad y control, asumiendo que ambas residen en la misma entidad. En la mayoría de modelos formales que se han desarrollado, tal arreglo se torna óptimo, desde que se asume que los agentes son neutrales al riesgo y que tienen suficiente riqueza como para comprar un activo. Si los administradores fueran adversos al riesgo y tuvieran riqueza limitada, sin embargo, esta conclusión no sería valida. Además, desde un punto de vista descriptivo, la asunción de que los dueños administran es seriamente inadecuada: mientras que puede ser aplicado a empresas pequeñas como asociaciones o sociedades cerradas, ciertamente no se aplica a las grandes sociedades de accionariado difundido. Sobre cómo la dicotomía propiedad/control puede afectar la aproximación de los derechos de propiedad, véase las notas 58-59 *infra* y el texto acompañado.

[36] Es importante enfatizar que la aproximación de los derechos de propiedad distingue entre propiedad en el sentido de posesión de los derechos de control residual sobre los activos y propiedad en el sentido de titularidad de un derecho a los flujos de ganancia (verificables) de una empresa. En la práctica estos derechos irán normalmente juntos, pero no tienen que hacerlo. La aproximación de los derechos de propiedad toma el punto de vista de que la posesión de los derechos de control es crucial para la decisión sobre la integración. Esto es, si la empresa A quiere adquirir parte del flujo de ganancias (verificable) de la empresa B, siempre lo podrá hacer mediante un contrato. Es sólo si la empresa A quiere adquirir control sobre los activos de la empresa B que necesita integrarse a ella.

[37] Véase nota 8 *supra*

administración y de contratar a alguien más para que supervise la fábrica y suministre las piezas extras (inclusive podría llevar temporalmente la empresa Fisher de manera directa). El punto estático en la renegociación del contrato es, por ello, uno muy distinto.

Para ponerlo de manera muy simple, si Fisher es una empresa separada, su administración podría amenazar con indisponer sus activos y trabajo para el aumento del suministro no pactado. En contraste, si Fisher le pertenece a GM, la administración de Fisher sólo podría amenazar con indisponer su propio trabajo. La segunda amenaza será, por lo general, mucho más débil que la primera.[38] Aunque el punto estático en la renegociación del contrato puede depender de si GM y Fisher son una empresa y no dos, no se desprende de ello que los resultados luego de la renegociación tengan que ser diferentes.

De hecho, si los beneficios para GM, derivados de las carrocerías extras, exceden los costos en que incurre Fisher para suministrarlos, se podría esperar que las partes acuerden que las piezas deban ser suministradas, sin importar el punto estático. Sin embargo, la repartición del excedente en los dos casos será muy diferente. Si GM y Fisher estuvieran separadas, GM le tendría que pagar a Fisher una gran suma para persuadirla de suministrar más piezas. En contraste, si GM fuera dueña de la planta de Fisher, sería capaz de imponer el suministro extra a un costo mucho menor, ya que, como vimos en este caso, la administración de Fisher habría visto muy reducido su poder de negociación y amenaza.

Anticipando la manera en que los excedentes son repartidos, GM estará mucho más preparada para invertir en maquinarias que estén específicamente adecuadas a las piezas de Fisher si fuera dueña de Fisher, que si Fisher fuera independiente, desde que la amenaza de expropiación se reduce.[39] Los incentivos de Fisher, sin embargo, pueden ser totalmente opuestos. La administración de Fisher estará mucho más dispuesta a lograr innovaciones en ahorro de costos o incremento de calidad si Fisher fuera una empresa independiente que si formara parte de GM, porque sería mucho más probable para ellos ver los frutos de esas medidas. Si Fisher fuera independiente podría extraer algo de las ganancias de GM amenazando con denegarle acceso a GM a los activos que encarnan esas innovaciones. Por el contrario, si GM fuera dueña de los activos, la administración de Fisher enfrentaría la total expropiación del valor de la innovación en la medida en que ésta consista en activos y no en administración, y GM podría amenazar con contratar un nuevo equipo de administración para que incorpore la innovación.[40]

Hasta este punto, hemos discutido los efectos de los cambios del control sobre los incentivos de la alta administración. Pero los incentivos de los trabajadores también se verán afectados. Tómese en cuenta, por ejemplo, el incentivo de alguien que trabaja con los activos de Fisher para mejorar la calidad de la producción de dicha empresa, mediante un mejor entendimiento del proceso productivo. Supongamos incluso que GM tiene un especial interés en el mejoramiento de la calidad de la producción de Fisher respecto de la calidad de sus carrocerías, y que a ninguno de los otros clientes de Fisher le importa ello.

Existen muchas formas por las cuales un trabajador puede ser recompensado por esto,

---

[38] Si la actual administración de Fisher es indispensable para operar los activos de Fisher, no existe, desde luego, ninguna diferencia entre las dos amenazas. Es improbable, sin embargo, que una administración actual sea completamente irremplazable.

[39] Se debe enfatizar que no existe ninguna inconsistencia en asumir que un contrato inicial es incompleto y que al mismo tiempo las partes anticipen cómo la ganancia posterior será repartida como consecuencia de estar incompleto. Por ejemplo, supongamos que existen muchas situaciones individualmente improbables con características similares a las de uno no previsto en la contratación por un incremento en la demanda. Puede ser prohibitivamente costoso para las partes contratar por cada una de estas situaciones, y sin embargo ellas podrían estar al tanto del grado promedio en que sus inversiones serían expropiadas como consecuencia de no prever estas situaciones en el contrato.

[40] Bajo algunas condiciones, los problemas de expropiación pueden ser evitados sin importar la forma organizacional. Una posibilidad es que las partes firmen *ex ante* un contrato de reparto de ganancias. Sin embargo este contrato puede ser insuficiente para alentar inversiones *ex ante* en la medida en que algunas ganancias provenientes del uso de activos sean inverificables. Algunos ejemplos de ganancias no verificables son los costos de esfuerzo, recompensas no monetarias como los privilegios, y las ganancias monetarias que pueden ser desviadas para que no aparezcan en la contabilidad de la empresa. Otra manera mediante la cual las partes pueden superar los problemas de expropiación es compartir los gastos de inversión. Por ejemplo, si Fisher y GM fueran independientes, Fisher podría compensar a GM por su posterior poder de asalto contribuyendo con la inversión inicial de GM con relación a Fisher. Nótese, sin embargo, que esta estrategia funcionará sólo en la medida en que GM acuerde contractualmente hacer la inversión, o bien si Fisher hace parte de la inversión en nombre de GM. De lo contrario, GM podría usar un pago por adelantado de Fisher para hacer una inversión de relación no específica.

pero es muy probable que una recompensa importante provenga del hecho de que el valor del trabajador para Fisher y GM en asociación aumentará en el futuro y, debido a sus capacidades adicionales, el trabajador será capaz de extraer algunos de estos beneficios a través de un aumento de sueldo o de un ascenso. Nótese, sin embargo, que la habilidad del trabajador para lograrlo será mayor si GM controla los activos, que si Fisher lo hace. En el primer caso, el trabajador negociará directamente con GM, que es la parte que se beneficia del incremento en la habilidad del trabajador.[41] En el último caso, el trabajador negociará con Fisher, que sólo recibe una porción de estos beneficios, porque deberá a su vez negociar con GM para convertir estos beneficios en dólares. En consecuencia, por lo general el trabajador ganará una participación menor de la ganancia, con lo cual su incentivo para llevar a cabo la mejora desde el principio, caerá.

En otras palabras, dado que el trabajador puede ser asaltado, sin importar a quién pertenecen las ganancias de Fisher -asumiendo que no al trabajador- sus incentivos serán mayores si el número de posibles asaltos es menor. Con la administración de Fisher controlando los activos, existen dos posibles asaltos: Fisher le puede denegar al trabajador acceso a esos activos y GM puede desisitirse de pagar más por el producto mejorado.[42]

En consecuencia, podemos esperar que el trabajador obtenga, por decir, un tercio de su producto marginal aumentado (suponiendo igual repartición con Fisher y GM). Con la administración de GM controlando los activos de Fisher, sólo existe un potencial cese, puesto que el poder para denegarle al trabajador su producto marginal aumentado está concentrado en las manos de un solo agente. En consecuencia, el trabajador en este caso podría capturar la mitad de su producto marginal aumentado (suponiendo igual repartición con GM).[43]

El razonamiento anterior se aplica al caso en el cual la mejora beneficia específicamente a GM. Se llegaría exactamente a la conclusión opuesta, sin embargo, si la mejora beneficiara específicamente a Fisher, como en el caso de un trabajador que aprendiera cómo reducir los costos administrativos que conlleva hacer las carrocerías de auto, sin que importe el cliente final de Fisher (una reducción en el costo que, además, no podría ser disfrutada por ningún sustituto de la administración de Fisher). En ese caso, el número de ceses se reduce dándole el control de los activos de Fisher a la administración de ésta, y no a GM. La razón es que si la administración de Fisher está en control, el trabajador negociará con aquella parte que se beneficia directamente del aumento de su productividad, mientras que si la administración de GM está en control, deberá negociar con un receptor indirecto del beneficio; GM deberá a su vez negociar con la administración de Fisher para beneficiarse de la reducción de costos.

Hasta este punto hemos asumido que la administración de GM controla los activos de GM. Sin embargo, este no tiene que ser necesariamente el caso. En algunas situaciones, puede tener mucho más sentido para la administración de Fisher controlar estos activos que Fisher compre GM. Pero si de algo podemos estar seguros es que si los activos de GM y de Fisher son lo suficientemente complementarios y los contratos iniciales lo suficientemente incompletos, entonces los dos grupos de activos deberían estar bajo un control común.

Con una extrema complementariedad, ningún agente -ya sea trabajador o administrador- se beneficiará de ningún incremento en su productividad marginal, a no ser que tenga acceso a ambos grupos de activos (la definición de extrema complementariedad, cada activo, por sí sólo, es inútil). Darle el control de estos activos a dos equipos diferentes de administración obliga a un perjuicio en los

[41] Esto no es del todo correcto ya que el trabajador en realidad negociará con la administración de GM más que con sus accionistas, quienes supuestamente son beneficiados en última instancia. Sin embargo, es aproximadamente correcto en la medida en que, tal vez porque la administración de GM está en un esquema de incentivos, ella se beneficia de un incremento en las ganancias de GM o en su valor de mercado. Para lo que queda de la discusión, ignoraremos, sacrificando precisión y realismo, la distinción entre administración y accionistas, y también trataremos a la administración como un grupo monolítico. Pero véase la nota 34 *supra*; la nota 46 *infra* (que explica cómo se puede generalizar este análisis como para que incluya formas más complicadas de propiedad grupal); notas 58-59 *infra* y el texto acompañado.

[42] Asumimos que en el contrato inicial no se especificó ningún pago por el producto mejorado.

[43] Para un tratamiento formal de la repartición de las ganancias, véase O. Hart & J. Moore, nota 32 *supra*, p. 11. Los números un medio y un tercio no deberían ser tomados tan en serio. El punto importante es que, en el contexto descrito, es probable que el trabajador obtenga una mayor ganancia de su producto marginal aumentado cuando GM controla los activos que cuando Fisher lo hace.

incentivos a los actores, desde que incrementa el número de partes con poder de asalto.[44] Este resultado confirma el concepto de que cuando los efectos de «amarre» (encierro)[45] son extremos, la integración primará sobre la no integración.[46] Estas ideas pueden ser empleadas para construir una teoría de los límites de la empresa. En primer lugar, como hemos visto, los activos altamente complementarios deberían ser de propiedad común, lo cual puede proveer de un tamaño mínimo a la empresa. En segundo lugar, a medida que la empresa crece más allá de cierto punto, el administrador en el centro se tornará menos y menos importante con respecto a las operaciones en la periferia, en el sentido de que es poco probable que los incrementos del producto marginal en la periferia sean específicos a este administrador o a los activos en el centro.

En este punto, una nueva empresa debería ser creada, ya que darle al administrador central el control de la periferia incrementará los problemas de asalto sin ninguna ganancia compensatoria. También debería quedar claro, desde esta línea de argumentación que, ante la ausencia de efectos de «amarre» (encierro) significativos, no integrarse es siempre mejor que integrarse -es óptimo hacer las cosas a través del mercado- pues la integración sólo incrementa el número de potenciales asaltos, sin ninguna ganancia compensatoria.[47]

Finalmente, vale la pena notar que la aproximación de los derechos de propiedad puede explicar cómo la adquisición de activos físicos deviene en un control sobre los activos humanos. Para ver esto, considérese de nuevo el ejemplo de GM y Fisher. Ya mostramos que una persona trabajando con los activos de Fisher tendería más a mejorar la producción de Fisher en una forma que sería específicamente de valor para GM cuando ésta fuera dueña de dichos activos, que cuando lo fuera Fisher. Este resultado podría ser expresado más informalmente como sigue: un trabajador pondrá más peso en los objetivos de un actor si tal actor es su jefe, esto es, si tal actor controla los activos con los cuales el trabajador trabaja, que en el caso contrario. Esta conclusión es muy Coaseana en espíritu, pero la lógica que la subyace es muy diferente. Coase llega a esta conclusión asumiendo que un jefe puede decirle a un trabajador qué hacer; en contraste, la aproximación de los derechos de propiedad lo hace demostrando que este comportamiento es en interés del propio trabajador, ya que lo coloca posteriormente en una posición de negociación más fuerte con su jefe.

Para ponerlo de manera ligeramente distinta, la razón por la cual un empleado tiende a ser más receptivo a lo que su empleador quiere que un vendedor de abarrotes a lo que su cliente quiere, es que el empleador tiene mucha más influencia sobre su empleado que el cliente sobre el vendedor de abarrotes. Concretamente, el empleador puede privar al trabajador de los activos con los que trabaja y contratar a otro empleado para que trabaje con dichos activos, mientras que el cliente sólo puede privar al vendedor de abarrotes de su compra, y en tanto el cliente sea pequeño, presumiblemente no será difícil para el vendedor de abarrotes encontrar otro cliente.

III. LOS DERECHOS DE PROPIEDAD Y LAS TEORIAS DE LA EMPRESA ESTABLECIDAS

La aproximación de los derechos de propiedad tiene características comunes con cada una de las aproximaciones descritas anteriormente.[48] Está basada en el comportamiento maximizador (como la aproximación neoclásica); enfatiza cuestiones de incentivos (como la aproximación del Agente Principal); enfatiza los costos de contratación (como la aproximación de los costos de transacción); trata a la empresa como «formato estándar» de contrato (como la aproximación de la empresa como nexo de contratos);[49] y confía en la idea de que el dueño de una empresa tiene el derecho de modificar a los miembros de la empresa: el dueño tiene el derecho de decidir quién usa

[44] Véase idem., pp. 11 y 19.

[45] Para ejemplos de «amarre» (encierro), véase notas 22-24 *supra*, y el texto acompañado.

[46] KLEIN, CRAWFORD & ALCHIAN, nota 8 *supra*, p. 300. Sin embargo, Klein, Crawford y Alchian omiten proveer una justificación formal a este concepto.

[47] Nos hemos concentrado en la propiedad de un individuo o de un grupo homogéneo y monolítico («administración»). Sin embargo, el análisis podría ser generalizado para que incluya formas más complicadas de propiedad grupal, tales como asociaciones o cooperativas de trabajadores, administradores o consumidores. Resulta que éstas serían eficientes si los incrementos en los productos marginales de los agentes fueran específicos a un grupo de individuos de composición variable, antes que a un grupo uniforme. Por ejemplo, si el incremento en el producto marginal de un agente se puede verificar sólo si el agente tiene acceso a la mayoría de los miembros del equipo de administración, así como a un activo en particular, entonces será óptimo darle a cada uno de los administradores la propiedad de una parte equivalente en el activo, así como equivalentes derechos de voto, y adoptar regla de las mayorías. Véase O. HART & J. MOORE, nota 32 *supra*, p. 19.

[48] Véase notas 2-31 *supra* y el texto acompañado.

[49] En el lenguaje de la aproximación de los derechos de propiedad, «empresa» sería la abreviación para una colección de activos; «propiedad» lo sería para posesión de derechos residuales de control sobre estos activos.

los activos de la empresa y quién no.[50] La ventaja que tiene sobre las otras propuestas es, sin embargo, su habilidad para explicar los costos y beneficios de la integración: en particular, muestra cómo los incentivos cambian cuando una empresa compra otra.

Algunos reaccionan escépticamente a la idea de que una empresa pueda ser caracterizada completamente por los activos no humanos bajo su control.[51] Es decir, existe una sensación de que uno debería ser capaz de darle sentido a la empresa como un modo de organización, incluso cuando no existan activos definidos en la escena. En su análisis sobre la decisión de GM de adquirir Fisher Body en 1926, el Profesor Klein argumenta que el factor de motivación crucial era tomar el control sobre los activos organizacionales de Fisher, antes que sobre su capital físico.

«Al integrarse con Fisher, General Motors adquirió el capital organizacional de Fisher Body. Esta organización está fijada en el capital humano de los empleados de Fisher, pero es en cierto sentido mayor que la suma de sus partes. Los empleados vienen y van pero la organización mantiene la memoria de intentos anteriores y el conocimiento de cómo hacer algo de la mejor manera (esto es, cómo hacer carrocerías de autos)».[52]

La conclusión de Klein no es en forma alguna inconsistente con la aproximación de los derechos de propiedad. El control sobre el capital físico puede devenir en un control sobre activos humanos en la forma de capital organizacional.[53] Sin embargo, Klein parece argumentar que su conclusión podría mantenerse en pie incluso si los activos físicos fueran irrelevantes.[54] El problema con este punto de vista es que, en ausencia de activos físicos, no queda claro cómo podría GM tomar control sobre un bien intangible como el capital organizacional mediante la compra de Fisher. Por ejemplo, ¿qué podría impedir a la administración de Fisher intentar reafirmar el control sobre el capital organizacional luego de la fusión? Klein escribe: «Una amenaza que todos los individuos evadirían o dejarían simultáneamente si sus sueldos no fueran incrementados para reflejar las cuasirentas en el capital organizacional, generalmente no sería creíble. Luego de una integración vertical, los hermanos Fisher no serían capaces de asaltar a General Motors diciéndole a sus empleados que dejen General Motors y se presenten el lunes en la mañana a una nueva dirección.[55]

Esta conclusión es razonable cuando el capital físico es importante, ya que para los empleados de Fisher sería difícil, en el mejor de los casos, encontrar un sustituto para este capital, sobretodo para el lunes en la mañana. Sin embargo, no es razonable en ausencia de activos físicos.

En este caso, parafraseando a Alchian y Demsetz, los hermanos Fisher no tienen más capacidad de asaltar a GM diciéndole a sus empleados que se vayan, o más generalmente, dando contraórdenes a las instrucciones de GM, cuando Fisher está separado que cuando Fisher le pertenece a GM. La habilidad de ellos para lograr esto estará determinada por factores como la motivación, talento, conocimientos y carisma de los hermanos Fisher; la calidad de la información del trabajador;[56] y el grado de inercia del trabajador -factores que no parecen tener nada que ver con la estructura de la propiedad.

Para ponerlo de otra manera, la reacción de GM ante un intento de asalto por parte de los hermanos Fisher será la misma en caso GM sea dueño de Fisher que si Fisher fuera independiente: trataría de persuadir a los trabajadores de Fisher para que dejen a los hermanos Fisher y se unan a GM.[57]

[50] Véase ALCHIAN & DEMSETZ, nota 16 *supra*, p. 783 (el administrador debería tener derecho a cambiar a los miembros del equipo de producción).

[51] Véase, e.g., KLEIN, nota 8 *supra*, pp. 205-08.

[52] Idem., p. 208.

[53] Véase notas 32-46 *supra* y el texto acompañado. Nótese que la observación de que el capital organizacional como un todo es típicamente mayor que la suma de sus partes es equivalente a la observación de que la producción total de un grupo de trabajadores típicamente excede a la suma de la producción individual de cada uno de ellos, en la medida en que existen complementariedades.

[54] KLEIN, nota 8 *supra*, p. 208 n. 11.

[55] Idem., p. 208.

[56] Véase G. MAILATH & A. POSTLEWAITE: «Workers Versus Firms: Bargaining Over a Firm's Value», 14 University of Pennsylvania, Center for Analytic Research in Economicas and the Social Sciences Working Paper Number 88-11, 1988.

[57] Esto no se da sin reservas. Se puede sostener que si GM adquiere Fisher los trabajadores de esta última se convierten en responsables por daños si tratan de organizar una nueva empresa, desde que en su calidad de empleados, tienen un deber de lealtad para con GM. Véase MASTERN, nota 18 *supra*, p. 189. Pero, en la práctica, los trabajadores sí se van para formar nuevas empresas. Además, las cortes a veces facilitan este proceso al vacilar al hacer cumplir los pactos de no competencia, aun cuando éstos son explícitos. Véase, por ejemplo, E. Farnsworts: «Contracts» 5.3, pp. 337-38 (1982) (las cortes hacen cumplir los pactos de no competencia «sólo si...el empleado adquirió información confidencial» en el desempeño de su trabajo). Así, no queda claro cuán importante pudo haber sido este factor en la adquisición GM-Fisher.

Como se anotó anteriormente, una de las debilidades de la aproximación de los derechos de propiedad, tal y como está descrita aquí, es que no toma en cuenta la separación entre la propiedad y el control que se da en las grandes sociedades de accionariado difundido.[58] En principio, debería ser posible extender este análisis a dichas situaciones. Una sociedad de accionariado difundido puede todavía ser considerada como un conjunto de activos, en donde la propiedad provee de derechos de control sobre dichos activos.

Ahora, no obstante, el cuadro es más complicado. Pese a que los dueños (accionistas) normalmente retienen para sí algunos derechos de control, como el derecho a sustituir al directorio, en la práctica delegan muchos otros en la administración, al menos en el día a día.[59] Adicionalmente, algunos de los derechos de los accionistas se trasladan a los acreedores durante periodos de problemas financieros. Desarrollar un modelo formal de la empresa que contenga todas estas características y que incluya también una explicación sobre la estructura financiera de la empresa, es una tarea importante y desafiante para futuras investigaciones. Afortunadamente, trabajos recientes sugieren que dicha tarea no es imposible.[60]

CONCLUSIÓN

Este artículo comenzó con la observación de que el retrato de la empresa que ofrece la economía neoclásica es una caricatura de la empresa moderna. Luego pasó a discutir algunas otras aproximaciones que intentaron desarrollar un cuadro más realista. El producto final es hasta la fecha y en muchos sentidos, una caricatura, pero tal vez una no tan irracional. Un signo prometedor es que las diferentes aproximaciones que los economistas han utilizado para abordar esta cuestión -la neoclásica, la del agente principal, la de los costos de transacción, la del nexo de contratos, la de los derechos de propiedad- parecen converger. Es de esperarse que en los próximos años, los mejores aspectos de cada una de estas aproximaciones puedan conjugarse a fin de desarrollar una teoría de la empresa más comprehensiva y realista.

Esa teoría podría captar los rasgos más sobresalientes tanto de las corporaciones modernas como de las empresas manejadas por sus dueños, y podría iluminar estas cuestiones de manera similar para economistas y abogados.

[58] Véase nota 34 *supra*.

[59] Véase, e.g., CLARK: «Agency Costs Versus Fiduciary Duties». En: Principals and Agents: The structure of Business 55 (J. Pratt & r. Zeckhauser eds. 1985); Easterbrook & Fischel: «Voting in Corporate Law», 26 J.L. & Econ. 395 (1983); Farma & Jensen: «Separation of Ownership and Control», 26 J. L & Econ. 301 (1983).

[60] Véase, e.g., GROSSMAN & HART: « One share-One Vote and the Market for Corporate Control». 20 J. Fin. Econ. 175 (1988); HARRIS & RAVIV : «Corporate Governance: Voting Rights and Mayority Rules», 20 J. Fin. Econ. 203 (1988); P. AGHION & P. BOLTON: «An Incomplete Contract Approach to Bankruptcy and the Financial Structure of the Firm» (Stanford University, Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences Technical Report Number 536, 1988); C. KAHN & G. HUBERMAN: «Default, Foreclosure, and Strategic Renegotiation» (trabajo presentado en la conferencia sobre «Economía y Derecho de los Contratos», Duke University, marzo 1988).

RUBIO
LEGUIA
NORMAND

ESTUDIO
RUBIO, LEGUIA, NORMAND
Y ASOCIADOS
Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada

Av. Dos de Mayo 1321, San Isidro
T(511) 442-4900 F(511) 442-3511
E-mail: abogados@erubio.com.pe
www.erubio.com.pe

EL ROL ESENCIAL DEL DERECHO DE LAS ORGANIZACIONES*

Henry Hansmann
Reinier Kraakman

¿Para qué sirve una sociedad anónima? ¿No podría lograrse lo mismo celebrando contratos entre los que quieren realizar una actividad determinada? ¿Por qué existen las personas jurídicas en general?

Hasta el momento, la mayor parte de la doctrina sostiene que la razón fundamental para la existencia de las organizaciones es la responsabilidad limitada. Sin embargo, no todas las organizaciones gozan de ella y, en ciertos casos, la misma podría lograrse mediante mecanismos contractuales.

En opinión de los autores, lo esencial de las organizaciones es lo opuesto a la responsabilidad limitada: La separación afirmativa de activos, vale decir, la imposibilidad de que los acreedores de los beneficiarios de una sociedad puedan acceder a los activos de la sociedad.

* El título original del presente artículo es «The essential roll of organitational law». La traducción fue realizada por Elva Moran Rodriguez, miembro de THEMIS, bajo la supervisión del Dr. Alberto Delgado Venegas.

I. INTRODUCCIÓN

En toda economía de mercado desarrollada, el derecho proporciona una serie de formas o tipos de entidades legales estándar. En los Estados Unidos, estos tipos de entidades incluyen, entre otras, la sociedad mercantil, la cooperativa, la organización sin fines de lucro, la sociedad municipal, la sociedad de responsabilidad limitada, *el general partnership*[I], *el limited partnership*, el fideicomiso privado, el fideicomiso benéfico y el matrimonio. En gran medida, estos tipos de entidades legales son simplemente contratos modelo celebrados entre las partes que participan en una empresa -incluyendo, en particular, a los propietarios, administradores y acreedores de dicha empresa. Es natural, entonces, preguntarse qué cosa, si algo, es lo que éstas entidades ofrecen que no puede lograrse simplemente con el régimen general del derecho contractual. ¿Cumplen tan sólo la misma función que los modelos básicos de contratos privados, proporcionando términos y cláusulas de estilo que simplifican la negociación y redacción de acuerdos rutinarios? O, por el contrario, ¿ofrecen algo más que eso, permitiendo la creación de relaciones que no podrían, de manera practicable, existir simplemente mediante contratos? En resumen, ¿qué rol esencial, si es que alguno, cumple el derecho de las organizaciones[II] en la sociedad moderna?

Este trabajo ofrece una respuesta a éstas preguntas. Fundamentalmente, sostenemos que el rol esencial de todas las formas del derecho de las organizaciones es proporcionar la creación de un patrón de derechos de los acreedores –una forma de «separación de activos»[III]- que no podría establecerse de otra manera[1]. Un aspecto de dicha separación de activos es la delimitación de los alcances de los derechos de los acreedores de una entidad sobre los activos personales de los propietarios o de otros beneficiarios de la entidad. Pero sostenemos que esta función del derecho de las organizaciones –que incluye la responsabilidad limitada, característica común a la mayoría de estructuras corporativas– es marcadamente de importancia secundaria. El aspecto realmente esencial de la separación de activos es, en efecto, el reverso de la responsabilidad limitada –a saber, la protección de los activos de la entidad respecto de reclamos planteados por los acreedores de los propietarios o administradores de la misma. Esto significa que el derecho de las organizaciones es mucho más importante por sus normas de derechos de propiedad (reglas de asignación de propiedad) que como derecho contractual. Sorprendentemente, esta

[I] Nota del Traductor: Ante la falta de una palabra equivalente en castellano, a través del presente artículo utilizaremos *partnership* para referirnos a ésta figura característica del derecho anglosajón por la cual dos o más personas se asocian para llevar a cabo un negocio estableciéndose una entidad distinta que involucra los patrimonios de los socios participantes. Así, en el *general partnership* no existe responsabilidad limitada respecto a los activos personales de los socios, mientras que en el *limited partnership* la responsabilidad de los socios de limita al monto de sus aportes.

[II] Nota del Traductor: Mediante «derecho de las organizaciones» nos referimos al concepto *organizational law* utilizado por los autores. A través de este concepto los autores identifican el estudio de las organizaciones de personas con efectos patrimoniales, incluyendo el derecho societario o corporativo, así como otras formas de organización empresarial y social, con o sin fines de lucro.

[III] Nota del Traductor: el término utilizado por los autores en la versión original es *asset partitioning*, con el que se refieren a la separación entre los activos que pertenecen a la empresa de los activos personales del empresario y los administradores. El equivalente más cercano en castellano, que hemos recogido y utilizado, es «separación de activos». El término «autonomía de patrimonios» podría haber resultado adecuado y más cercano a nuestra tradición jurídica, pero quizás denotaría un concepto más amplio a riesgo de rebasar la intención de los autores.

[1] Un corto bosquejo preliminar sobre el argumento económico desarrollado en el presente trabajo fue presentado ante la Asociación Económica Europea reunida en Santiago, España, en septiembre de 1999, bajo el título «Organizational Law as Asset Partitioning», y será publicado con el compendio de exposiciones de dicho encuentro en European Economic Review.

función crucial del derecho de las organizaciones ha sido pocas veces el foco de comentarios o análisis[2].

II. EMPRESAS Y ENTIDADES LEGALES

Hay muchas formas de coordinar la actividad económica de dos o más personas. Un enfoque común sería que cada una de esas personas celebre un contrato con una tercera parte que asuma la coordinación mediante el diseño de contratos separados y –principalmente– mediante el ejercicio de la discreción otorgada a ella a través de dichos contratos. Una tercera parte que cumple con la función de coordinación es lo que generalmente se conoce como empresa. Por lo tanto, la empresa sirve –no sólo metafóricamente, sino literalmente– como el requerido «nexo de contratos» para las personas cuya actividad se coordinará: es la parte común con la que cada una de esas personas tiene un contrato individual[3].

La teoría económica no ofrece una explicación completamente satisfactoria para el hecho de que la actividad productiva sea comúnmente organizada en la forma de grandes nexos de contratos, en los que un actor central contrata simultáneamente con empleados, proveedores y clientes que pueden ser miles o incluso millones. ¿Por qué, por ejemplo, las relaciones laborales en las organizaciones no son construidas en forma de cascadas contractuales en las que cada empleado contrata directamente con su superior inmediato en lugar de con la empresa, para que así el patrón de contratación corresponda con las relaciones de autoridad que vemos en un organigrama piramidal convencional? Si bien este asunto es interesante, no entraremos en mayores detalles sobre el mismo en este trabajo. Más bien, sencillamente daremos por sentado que es esencial, en las modernas economías de mercado, que tales grandes nexos de contratos pueden ser estructurados[4].

Para servir efectivamente como nexo de contratos, generalmente una empresa deberá tener dos atributos. El primero es contar con una autoridad bien definida para la toma de decisiones. Específicamente, debe haber una o más personas que tengan la última palabra al momento de obligar contractualmente a la sociedad. Denominaremos a esas personas administradores de la empresa. En una sociedad anónima, los administradores (según los hemos definido) son los miembros del directorio. En un *partnership*, los administradores son los asociados generales[IV 5]. Los administradores de la empresa pueden o no ser distintos de los sujetos que reciben el beneficio de su actuación. En adelante nos referiremos a aquellos que reciben el fruto de la actuación de los administradores como los beneficiarios. Así, el término «beneficiarios» comprenderá a los accionistas en una sociedad mercantil, los socios en un *partnership* y los miembros de la cooperativa, así como los beneficiarios (según el uso convencional del término) de un fideicomiso privado o de una asociación sin fines de lucro.

---

[2] Se ha dicho, prominentemente, que el derecho de las sociedades mercantiles puede ser «trivial» en el sentido de que no hace más que proveer reglas contractuales de aplicación supletoria a las que fácilmente se puede renunciar o, de lo contrario, evadir. BLACK, Bernard. «Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis», 84 NW. L. REV. 542 (1990). El artículo de Black, que culmina el extenso debate sobre reglas obligatorias, se enfoca en el grado en que el derecho societario limita las posibilidades contractuales con las que cuentan las partes. Nuestro foco, en cambio, se encuentra en el aspecto habilitante del derecho societario (y de otras formas de derecho de las organizaciones). No nos preguntamos qué es lo que el derecho de las organizaciones nos prohíbe hacer, sino qué posibilidades crea que de otra manera no se podrían alcanzar.

[3] El ahora familiar concepto económico de la empresa como un «nexo de contratos» proviene de JENSEN, Michael & MECKLING, William. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305 (1976); y de ALCHIAN, Armen & DEMSETZ, Harlod. «Production, Information Costs and Economic Organization», 62 AMERICAN ECONOMIC REVIEW 777 (1972).

[4] La literatura que se enfoca en la especificidad de los activos para explicar la integración vertical es por supuesto importante para el presente artículo (e.g., Klein, Crawford & Armen Alchain (1978), Williamson (1986), así como el acercamiento a la teoría de la empresa, sobre los «derechos de propiedad», que ha evolucionado de dicho trabajo, más visiblemente en el trabajo de Hart y Moore (e.g. Hart (1995)). Una razón diferente, pero de algún modo relacionada, respecto a los grandes nexos centralizados (en contraposición, por ejemplo, a estructuras más descentralizadas) puede ser la necesidad de evitar amenazas oportunistas de desensamblar un conjunto de relaciones transaccionales que ha sido costoso montar, o de expropiar la experiencia acumulada de un empresario o de una organización acerca de los procedimientos de trabajo y la forma de organización. Véase, e.g. , RAJAN, Raghuram & ZINGALES, Luigi. «The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms» (1998). Toda esta literatura, no obstante, parece dejar importantes asuntos inexplicados. Véase, e.g., HANSMANN, Henry, «The Ownership of Enterprise» 15, 15n.8 (1996).

[IV] Nota del Traductor: Los autores se refieren a los *general partners*, que son los socios que ordinariamente toman parte en las operaciones diarias de la empresa, participa de las ganancias y las pérdidas, y que son personalmente responsables de las deudas y obligaciones de la *partnership*. (Black's Law Dictionary Séptima Edición).

[5] En los grandes *partnerships*, algunas veces la autoridad es delegada a socios administradores designados. En dichos casos, solamente éstos socios serían considerados administradores según nuestro significado del término.

El segundo atributo que una empresa debe tener para servir efectivamente como nexo de contratos, es la capacidad de vincularse u obligarse de manera creíble en los contratos celebrados por ella –esto es, asegurar que la empresa cumplirá sus obligaciones contractuales. Dicha capacidad de vincularse generalmente requiere que exista un conjunto de activos que los administradores de la empresa puedan ofrecer para satisfacer las obligaciones contraídas por ella[6]. Llamaremos a este conjunto de activos, activos vinculantes de la empresa.

Una persona natural tiene estos atributos y, por lo tanto, puede –como frecuentemente lo hace– actuar como una empresa, en la forma de una empresa unipersonal. En este caso, el individuo es a la vez administrador y beneficiario, y los activos vinculantes son todos los activos de propiedad de dicho individuo. Debe notarse, sin embargo, que los individuos poseen dichos atributos porque la ley se los ha otorgado. En particular, la ley otorga al individuo la autorización para celebrar contratos que continuarán siendo obligatorios en la gran mayoría de sus situaciones jurídicas futuras y también señala que, si el individuo incumple un contrato, la otra parte tendrá (salvo que haya renunciado al mismo) el derecho de afectar los activos de dicho individuo (es decir, la ley señala que todos los activos de propiedad del individuo son activos vinculantes).

Las entidades legales, como los individuos, son personas legales (o, propiamente, «jurídicas») en el sentido de que también poseen los dos atributos descritos anteriormente: (1) una claramente definida aptitud para contratar mediante administradores designados; y, (2) un conjunto de activos disponibles para satisfacer las obligaciones frente a los acreedores de la empresa. Sin embargo, las entidades legales son diferentes a las personas naturales, en el hecho de que los activos vinculantes son, al menos en parte, diferentes a los activos de los beneficiarios o administradores de la empresa, ya que los acreedores de la empresa tendrán sobre ellos un derecho prioritario al de los acreedores personales de los beneficiarios y administradores de la empresa. Desde nuestro punto de vista, este último aspecto –la separación de los activos vinculantes de la empresa de los activos personales de los beneficiarios y administradores de la empresa– es la característica central de una entidad legal, y el rol principal que el derecho de las organizaciones juega en la organización de las empresas es el de establecer dicha separación. Nuestro argumento tiene cuatro elementos: (1) que una característica de todas las entidades legales y, por lo tanto, del derecho de las organizaciones en general, es la separación de un conjunto de activos sobre el que los acreedores de la empresa tendrán derecho prioritario; (2) que esta división ofrece importantes ventajas de eficiencia para la creación de grandes empresas; (3) que generalmente no será factible establecer esta forma de separación de activos sin el derecho de las organizaciones; y (4) que este atributo de propiedad es la única contribución esencial que el derecho de las organizaciones hace a la actividad comercial.

III. FORMAS DE SEPARACIÓN DE ACTIVOS

La separación de activos tiene dos componentes. El primero es la designación de un conjunto individualizado de activos asociados a la empresa, y que es distinto a los activos personales de los beneficiarios y administradores de la misma. Esencialmente, esto se hace mediante el reconocimiento de personas jurídicas (o, como usualmente las denominaremos nosotros en este trabajo, «entidades legales»), que difieren de seres humanos individuales y que pueden ser propietarias de activos en nombre propio. Cuando una empresa se organiza como una entidad legal, los activos de propiedad de dicha entidad se convierten en el conjunto de activos de la empresa.

El segundo componente de la separación de activos es la asignación de prioridades a los acreedores en los distintos conjuntos de activos que resultan de la formación de una entidad legal. Esta asignación de prioridades tiene dos formas. La primera, asigna a los acreedores de la empresa un derecho prioritario sobre los activos asociados a las operaciones de la empresa, con respecto a los derechos de los acreedores personales de los beneficiarios de la empresa. Denominaremos a esto separación afirmativa de activos[V], para reflejar la noción del establecimiento de un conjunto

[6] Existen medios alternativos para llevar a cabo la vinculación. La más obvia es la de exponer a los administradores y beneficiarios de la empresa a sanciones personales (de aplicación pública) como sanciones penales o (de aplicación privada) sanciones a su reputación, incluyendo la vergüenza personal y la frustración de llevar a cabo negocios en el futuro. Sin embargo, éstos son sustitutos insuficientes de los activos vinculantes, particularmente cuando –como en el caso de los accionistas en las sociedades anónimas listadas– los beneficiarios de las empresas son numerosos y cambian constantemente.

[V] Nota del Traductor: para mejor referencia, el término utilizado por los autores es *affirmative asset partitioning*.

de activos como activos vinculantes para todos los contratos que la empresa celebre. La segunda forma de separación de activos es precisamente lo opuesto, y tiene por fin garantizar a los acreedores personales de los beneficiarios un derecho prioritario sobre los activos personales de ellos, con respecto a los derechos de los acreedores de la empresa. Denominaremos a esto separación defensiva de activos[VI], para reflejar la percepción común de que ésta sirve para proteger los activos de los beneficiarios frente a los acreedores de la empresa.

Ambas formas de separación de activos están claramente ilustradas en la típica sociedad mercantil. Bajo las reglas supletorias del derecho societario, los acreedores de una sociedad tienen derecho prioritario sobre los activos de la sociedad –es decir, sus pretensiones deben ser satisfechas antes de que los activos de la sociedad se hagan disponibles para satisfacer cualquier pretensión por parte de los acreedores personales de los accionistas de la sociedad. Esta es la separación afirmativa de activos. La separación defensiva de activos se encuentra en la regla de responsabilidad limitada que impide a los acreedores de la sociedad ejecutar los activos personales de los accionistas.

A. Separación afirmativa de activos

El tipo de separación afirmativa de activos que vemos en las sociedades mercantiles puede ser denominada «prioridad contra reclamos de liquidación»[VII]. Ésta no solamente otorga a los acreedores de la sociedad un derecho prioritario sobre los activos de la sociedad, sino también establece que si un accionista deviene en insolvente, los acreedores de dicho accionista, luego de agotar sus activos personales, no pueden forzar la liquidación de activos sociales para satisfacer sus demandas. Más bien, los acreedores del accionista podrán, como medida máxima, tomar el rol de accionista y convertirse en propietario de acciones –un rol que generalmente permite lograr la liquidación solamente cuando al menos la mayoría de los accionistas de la sociedad están de acuerdo. Ésta es, de lejos, la clase más común de separación afirmativa de activos. Se encuentra, por ejemplo, en todos los tipos de sociedades (incluyendo las organizaciones sin fines de lucro, las cooperativas y las sociedades municipales), en asociaciones y en sociedades de responsabilidad limitada.

Un tipo más fuerte de separación afirmativa de activos da a los acreedores de la empresa no solamente prioridad, sino (entre los acreedores) un derecho exclusivo sobre los activos de la empresa, en el sentido de que los acreedores de los beneficiarios no tienen ningún derecho ni sobre el interés del beneficiario en la empresa. Este tipo es moderadamente conocido. Se encuentra, por ejemplo, en organizaciones sin fines de lucro, sociedades municipales, fideicomisos caritativos, y fideicomisos a favor de pródigos. Los beneficiarios de estas organizaciones pueden continuar siendo beneficiarios incluso después de su quiebra, sin entregar a sus acreedores alguna porción de los beneficios esperados de la empresa.

B. Separación defensiva de activos

Existen varios grados de separación defensiva de activos, así como existen diversos grados de separación afirmativa de activos. Efectivamente, el rango y la variedad que observamos entre las formas de separación defensiva de activos es mucho mayor que el que se observa en la separación afirmativa de activos.

El tipo más fuerte de partición defensiva de activos es aquella que se encuentra en la sociedad mercantil común, según la cual los acreedores de la empresa no tienen ningún derecho en absoluto sobre los activos personales de los accionistas de la empresa, que sirven exclusivamente para dar seguridad a los acreedores personales de dichos accionistas. Este tipo de separación defensiva de activos, generalmente denominada «responsabilidad limitada», también caracteriza otras formas de sociedades –sin fines de lucro, cooperativas, y municipales– así como otras formas de sociedades de responsabilidad limitada.

En el otro extremo se encuentra la contemporánea general partnership de los Estados Unidos[7], donde no existe separación defensiva de activos: los acreedores de la *general partnership*, conjuntamente con los acreedores de los socios, comparten la distribución de los activos de los socios tanto cuando la sociedad como sus socios son insolventes. En efecto, como este ejemplo muestra, la separación defensiva no es un requisito para la creación de una entidad legal.

[VI] Nota del Traductor: para mejor referencia, el término utilizado por los autores es *defensive asset partitioning*.
[VII] Nota del Traductor: para mejor referencia, el término utilizado por los autores es *priority with liquidation protection*.
[7] Ésta es la moderna *general partnership* de acuerdo con el Bankruptcy Act de 1978 y el RUPA. [Nota del Traductor: Ver nota 26 *infra*.]

Entre estos dos extremos se encuentra una variedad de grados intermedios de separación defensiva de activos que son, o que alguna vez fueron, de uso común. Uno de éstos se encuentra ilustrado por la forma tradicional de entender los partnerships antes de la Ley de Quiebras de 1978, según la cual los acreedores de la asociación podían afectar los activos de los socios individuales, pero se encontraban subordinados a los derechos de los acreedores personales de estos socios[8]. Una segunda regla sería la regla de responsabilidad personal a prorrata, bajo la cual los beneficiarios son responsables ilimitadamente de las deudas de la empresa, pero cargan con dicha responsabilidad en proporción a sus derechos sobre los dividendos de la empresa. Esta regla –que fue aplicada por todas las sociedades del Estado de California desde su creación (1849) hasta 1931[9]– supone, por ejemplo, que un accionista titular del 5% de acciones de la sociedad es personalmente responsable, ilimitadamente, por el 5% de las deudas de la sociedad que no puedan ser satisfechas con los activos de ésta. Un tercer grado intermedio, sería la regla de responsabilidad múltiple, desarrollada por las reglas de responsabilidad doble y triple que fueron aplicadas a muchos bancos de Estados Unidos a fines del siglo XIX y a inicios del siglo XX, bajo las cuales los activos personales de un accionista estaban expuestos a la responsabilidad por las obligaciones impagas por la empresa hasta por una cantidad igual al valor par (en el caso de responsabilidad triple, el doble del valor par) de las acciones de dicho accionista en la empresa[10]. Una cuarta alternativa, ilustrada por las «compañías limitadas por garantía[VIII]» establecidas en el derecho del Reino Unido y en otros países del Commonwealth, permite que los beneficiarios presten individualmente garantías específicas respecto al monto sobre el que personalmente serán responsables por las deudas impagas de la empresa[11].

C. Patrones de separación de activos

Las entidades legales estándar que observamos hoy comprenden diferentes combinaciones de separación afirmativa y defensiva de activos. El Cuadro 1 muestra algunas de los tipos más comunes de entidades legales y también incluye la empresa unipersonal, donde la empresa no es una entidad legal diferente del beneficiario. Cuadro 01

Se puede encontrar muchas otras formas de separación afirmativa y defensiva de activos, más allá de las mencionadas en el Cuadro 1. Ejemplos interesantes son los encontrados en el derecho matrimonial, donde los patrones de separación de activos difiere sustancialmente de estado a estado[12].

D. Separación con respecto a los administradores de la empresa

La discusión precedente se ha enfocado en la separación de los activos de la empresa y los activos de los beneficiarios de la empresa. No obstante, la separación entre los activos de la empresa y los activos de los administradores de la empresa es también importante. El criterio establecido por el derecho de las organizaciones sobre esta materia es bastante uniforme: en casi todas las entidades jurídicas estándar, tanto la separación afirmativa como la defensiva de activos siguen una regla de exclusividad: los activos de la empresa no están

[8] Este acercamiento se aplica incluso hoy en día para la liquidación que no es consecuencia de la quiebra de *partnerships* que siguen bajo el régimen del antiguo UPA.

[9] Véase BLUMBERG P., «The Law of Corporate Groups: Substantive Law» 42-9 (1987); WEINSTEIN Mark, «Limited Liability in California» (Marshal School of Business, University of Southern California, 1999).

[10] Para una discusión más extensa, véase MACEY, Jonathan & MILLER, Geoffrey, «Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications» 27 WAKE FOREST L. REV. 31 (1992).

[VIII] Nota del Traductor: para mejor referencia, el término usado por los autores es *companies limited by guarantee*.

[11] Véase DAVIES, Paul L., «Gower's Principles of Modern Company Law» 10-11 (1997). Otra forma común de organización cuyo estatus como entidad legal ha variado en el tiempo y de estado a estado es la asociación no constituida, discutida en la nota 25 *infra*.

[12] Entre los estados que han adoptado la propuesta de la propiedad común para las reglas de propiedad en el matrimonio [*marital property law*], existe una variedad de patrones diferentes de separación entre los bienes de propiedad del matrimonio y la propiedad de cada cónyuge. Véase «Thompson on Real Property, Thomas Edition» §§37.13(b)(4), 37.13(b)(5) (THOMAS, David A., ed., 1994). El siguiente cuadro muestra figuras basadas en gran parte en Thompson. Entre los estados del cuadro, Wisconsin y Arizona establecen claramente al matrimonio como una entidad legal, en el sentido de otorgar a los acreedores del matrimonio prioridad en (efectivamente, un derecho exclusivo sobre) los activos del matrimonio. Por el contrario, California, le otorga *menos* protección a la propiedad marital con respecto a los acreedores de cada cónyuge que la que tendrían sobre la copropiedad entre los cónyuges si éstos no estuvieran casados, desde que concede al acreedor de uno de los cónyuges el derecho a actuar contra *todos* los bienes del matrimonio, y no solamente sobre la cuota de participación de dicho cónyuge. Así, en California, el matrimonio puede ser considerado como una «anti-entidad».Otra forma común de organización cuyo estatus como entidad legal ha variado en el tiempo y de estado a estado es la asociación no constituida, discutida en la nota 25 *infra*.

SEPARACIÓN DE ACTIVOS DEL MATRIMONIO EN ALGUNOS ESTADOS CON RÉGIMEN DE PROPIEDAD COMÚN		
ESTADO	SEPARACION AFIRMATIVA (DERECHO DE LOS ACREEDORES DEL MATRIMONIO SOBRE LOS ACTIVOS DEL MATRIMONIO)	SEPARACION DEFENSIVA (DERECHO DE LOS ACREEDORES DE UN CÓNYUGE SOBRE LOS ACTIVOS DE DICHO CONYUGE)
• Wisconsin	Exclusiva	Exclusiva
• Arizona	Exclusiva	Compartida
• Nuevo México	Compartida protección de liquidación	Compartida
• California	Compartida (con respecto a la totalidad de la propiedad del matrimonio) sin protección de liquidación	Exclusiva?

disponibles para satisfacer las obligaciones personales de los administradores y los activos personales de los acreedores no están disponibles para satisfacer las obligaciones de la empresa. Mientras que, generalmente, damos por sentada esta regla, la importancia que tiene el derecho de las organizaciones en el establecimiento de este criterio será evidente cuando discutamos el derecho de los fideicomisos más adelante.

IV. LOS BENEFICIOS DE LA SEPARACIÓN AFIRMATIVA DE ACTIVOS

La separación de activos juega diferentes roles en el funcionamiento de las entidades legales, cruciales para los intereses de los acreedores y los beneficiarios de dichas entidades. En esta sección nos enfocamos específicamente en las contribuciones funcionales de la separación afirmativa de activos: esto es, la separación de activos que establece un colectivo de activos vinculantes para los contratos de la empresa. En particular, consideramos cómo la separación afirmativa de activos reduce el costo del crédito para las entidades legales y realza el valor de dichas entidades al protegerlas de la liquidación prematura de sus activos.

En aspectos importantes, la separación defensiva de activos es sólo la imagen espejo de la separación afirmativa de activos: la separación defensiva de activos con respecto a los derechos de los acreedores de la empresa es efectivamente la separación afirmativa de activos con respecto a los derechos de los acreedores de los beneficiarios. En consecuencia, la ventajas de eficiencia de la separación afirmativa de activos descrita también se aplica en gran parte a la separación defensiva de activos. Pero la simetría no es perfecta. La separación defensiva de activos tiene algunos propósitos especiales propios, los que examinaremos en la Sección VI.

A. Reduciendo el costo del crédito

Un simple ejemplo ilustra cómo la separación afirmativa de activos puede reducir el costo del crédito. Imagine una compañía que se ocupa de dos líneas de negocio distintas: tiene la propiedad y la administración de una cadena de hoteles, así como la propiedad y administración de lotes de petróleo y refinerías. Ahora considere dos formas distintas en que éstas entidades se pueden estructurar: (1) como una única sociedad anónima con dos divisiones operativas, una para el negocio hotelero y otra para el negocio petrolero; (2) como dos sociedades anónimas distintas, una para el negocio hotelero y otra para el negocio petrolero, ambas de propiedad de una única matriz tenedora de valores[IX], cuyo único objeto es mantener la titularidad de las acciones de las dos subsidiarias y no tiene bienes propios. Con relación a la autoridad tomadora de decisiones, las dos estructuras son esencialmente idénticas: en ellas, el directorio de la empresa matriz tiene el control total sobre ambos negocios, el hotelero y el petrolero. De la misma manera, el agregado de los activos de la compañía es el mismo en los dos casos. Sin embargo, la elección entre estas dos estructuras puede tener un gran efecto en los costos totales. Particularmente, el costo del crédito en la estructura en la cual las dos divisiones operativas están constituidas separadamente es sustancialmente menor.

La razón de esto es que las dos líneas de negocio probablemente dependan, en grado importante, de dos clases diferentes de acreedores. (Nuevamente, aquí y a lo largo del presente artículo, usamos el término «acreedor» no solamente para referirnos a las personas frente a las cuales la empresa se encuentra endeudada, sino también a todas las personas con quien la empresa tiene una obligación contractual vigente). Esto es más obvio con respecto a los acreedores comerciales. Un arrendador de bienes inmuebles o un proveedor de ropa blanca del negocio hotelero, por ejemplo, probablemente se encuentran en una posición relativamente buena para juzgar la viabilidad financiera del funcionamiento del hotel. Para comenzar, el proveedor puede negociar con otras cadenas de hoteles y, por lo tanto, estar continuamente informado sobre la perspectiva de la industria hotelera en conjunto. Adicionalmente, mediante los negocios constantes con la cadena de hoteles en cuestión, el proveedor probablemente sabrá mucho sobre qué tan buena es la situación financiera de dicha cadena de hoteles y qué tan bien está siendo administrada. Sin embargo, dicho proveedor del negocio hotelero no es idóneo para conocer sobre el negocio petrolero, ni en general acerca de cómo está siendo administrado por la compañía que también es propietaria de éste y que opera la cadena de hoteles.

[IX] Nota del Traductor: el término utilizado por el autor en la versión original es *single parent holding company*. Se entiende por *holding companies* a las compañías tenedoras de valores de otras empresas. (KAPLAN, Steven M. Diccionario Jurídico Inglés-Español Español-Inglés Aspen. Segunda Edición).

Si el negocio hotelero es operado como una subsidiaria constituida separadamente, entonces el proveedor del hotel no necesita preocuparse de las perspectivas del negocio petrolero. Incluso si las operaciones de las petroleras devienen en insolventes, el efecto será pequeño sobre la capacidad de la subsidiaria hotelera de pagar sus deudas. Lo mismo, en sentido contrario, es cierto para los proveedores del negocio petrolero: ellos no necesitan preocuparse de investigar y monitorear la suerte del funcionamiento de los hoteles. En efecto, esto también es cierto para los clientes del negocio petrolero que mantienen contratos de suministro a largo plazo y en consecuencia tienen un fuerte interés en la solvencia continua del negocio.

Sin embargo, si las operaciones del negocio hotelero y el petrolero se llevaran a cabo como parte de una sola entidad corporativa, los proveedores del negocio hotelero siempre se encontrarán en riesgo de que eventos inesperados en el negocio petrolero perjudiquen la seguridad de su crédito y, viceversa, con respecto a los proveedores (y algunos clientes) del negocio petrolero. De ahí que ambos grupos de proveedores estarán dispuestos a otorgar créditos en términos más favorables si las operaciones hoteleras y petroleras se encuentran estructuradas separadamente, de manera que no tendrán que incurrir en los costos de monitorear actividades que no son familiares para ellos[13].

Para estar seguros, podemos considerar ciertos argumentos de contrapeso. El primero es que es más probable que se produzcan procedimientos formales de quiebra, así como los costos de transacción asociados a ellos, mientras más pequeños y homogéneos sean los conjuntos de activos. Entonces, si el funcionamiento de los hoteles de nuestro ejemplo se constituye de manera independiente tendrá más probabilidades de ser sujeto a procedimientos de quiebra que si es manejado como una división de una empresa conglomerada[X] [14]. Los acreedores de la subsidiaria hotelera y petrolera pierden el beneficio que produce la diversificación como mecanismo de prevención de quiebras.

Otro potencial costo de la separación de activos es el mayor riesgo del oportunismo del deudor. La *holding* de nuestro ejemplo puede verse tentada de drenar los activos de la subsidiaria hotelera (y quizás ponerlos en la subsidiaria petrolera) en vista de su insolvencia y, por lo tanto, expropiar efectivamente a los acreedores del negocio hotelero. Si bien, como discutiremos más adelante, gran parte del derecho, organizacional y no-organizacional, se dedica a reducir el potencial de este tipo de oportunismo, los mecanismos protectivos empleados no son perfectos e involucran costos administrativos e incentivos propios.

La separación de activos sólo reducirá los costos totales del crédito cuando sus beneficios excedan los costos. Sin embargo, tenemos todas las razones para creer que éste es el caso en las empresas complejas.

La forma de separación de activos involucrada en el ejemplo del hotel y del petróleo que acabamos de discutir, en el cual dos sociedades anónimas son totalmente de propiedad de una tercera sociedad anónima, es perfectamente simétrica: los acreedores de cada uno de los dos negocios tiene un derecho exclusivo sobre los activos del negocio con el que ellos contrataron, y ningún derecho sobre los demás activos de la sociedad anónima controladora, que son los activos del otro negocio. Sin embargo, otras combinaciones de tipos societarios podrían producir otros patrones de separación de activos. Por ejemplo, los negocios hotelero y petrolero podrían constituirse independientemente, pero siendo el negocio hotelero totalmente de propiedad de la sociedad petrolera. La asimetría entre la separación afirmativa y defensiva de activos que caracteriza esta estructura corporativa crearía entonces una asimetría en los derechos de los acreedores de los respectivos negocios: los acreedores del negocio hotelero tendrán un derecho prioritario sobre los activos del negocio hotelero y ningún derecho sobre los activos del negocio petrolero, mientras que los acreedores del negocio petrolero tendrán un derecho exclusivo sobre los activos empleados en el negocio petrolero y –por medio de las acciones de la sociedad petrolera en la

[13] La misma lógica se aplica si los negocios hotelero y petrolero son simplemente escindidos en sociedades separadas con diferentes accionistas en vez de ser tenidos por una única sociedad controladora.

[X] Nota del Traductor: *Conglomerate* es una corporación propietaria de empresas no relacionadas (Black's Law Dictionary, Sétima edición, 1999).

[14] La razón fundamental de esta forma de empresa conglomerada es reconocida por la doctrina sobre finanzas. Véase LEVY, Haim y Marshall SARNAT. «Diversification, Portfolio Análisis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers», 24 J. FIN. 795 (1970); LEWELLEN, Wilbur G., «A Pure Rationale for the Conglomerate Merger», 26 J. FIN. 521 (1971); MELICHER, Ronald W. y David F. RUSH, «Evidence on the Acquisition-Related Performance on Conglomerate Firms», 29 J. FIN 141 (1974); GAHLON, James M. y Roger D. STOVER, «Diversification, Financial Leverage and Comglomerate Systematic Risk», 14 J. FIN. & QUANT. ANAL. 999 (1979).

sociedad hotelera– un derecho subordinado sobre los activos empleados en el negocio hotelero.

Como el ejemplo del petróleo y el hotel ilustra, la separación eficiente de activos puede frecuentemente involucrar la formación de una sociedad anónima con un único accionista – una «*corporation sole*»[XI]. El uso de una corporation sole para lograr una separación eficiente de activos no tiene porqué limitarse, además, a sociedades anónimas que son subsidiarias de otras sociedades anónimas; una eficiencia similar puede obtenerse constituyendo separadamente un negocio que sea de propiedad de un solo individuo. La oposición a la *corporation sole* como un tipo jurídico aceptable –una oposición que hace mucho murió en los Estados Unidos[15], pero que continúa en muchas jurisdicciones de Derecho Civil– proviene de una falla al apreciar este hecho. Aunque el término «sociedad anónima» sugiere una entidad plural, la razón fundamental del modelo de separación de activos establecido para la sociedad mercantil no depende de la pluralidad en la propiedad de la empresa, y no existe razón alguna para insistir en la propiedad plural cuando se emplea dicho modelo.

La idea de que separar un conjunto fijo de activos puede reducir los costos totales al reducir los costos de monitoreo es ya conocida[16]. Sin embargo, gran parte de la literatura existente sobre la materia se enfoca en mecanismos de separación de activos fuera del derecho de las organizaciones (por ejemplo, derechos de garantía[XII 17]) o, cuando sí atañe al derecho de las organizaciones, se enfoca justamente en el rol del derecho en establecer la separación defensiva de activos –es decir, responsabilidad limitada para los beneficiarios de la empresa frente a los acreedores del negocio[18]. Nuestro principal objetivo es demostrar el rol central del derecho de las organizaciones en establecer la separación afirmativa de activos como un medio para reducir los costos en la contratación del negocio.

B. Protegiendo el valor de la empresa en marcha

En teoría, la forma más débil de la separación afirmativa de activos –una regla que da a los acreedores de la empresa prioridad sobre los activos de la empresa– es suficiente para reducir los costos de monitoreo de la manera descrita anteriormente. Después de todo, mientras los activos se encuentren disponibles para pagar las deudas frente a los acreedores de la empresa, estos acreedores tendrán poco interés en lo que ocurra con el resto del valor de la empresa. Así, la pregunta que surge es ¿por qué la forma dominante de separación afirmativa de activos entre los diferentes tipos societarios es la forma fuerte mediante la que los acreedores de la empresa tienen no sólo prioridad sobre los activos de la empresa sino también protección de liquidación? Claramente la separación de activos debe hacer algo más que reducir los costos de monitoreo de los acreedores y de los clientes a largo plazo. Esa función adicional es proteger el valor de la empresa en marcha, lo que se desarrolla en interés de los acreedores y los beneficiarios de la empresa.

Para apreciar esto, suponga que las sociedades mercantiles se rigieran por una regla más débil de separación afirmativa de activos por la cual los acreedores de la empresa recibieran un derecho prioritario sobre los activos de la empresa pero no protección de liquidación. Asumiremos que los derechos a la liquidación de los accionistas solventes permanecen regidos por la regla usual que requiere al menos mayoría de los votos de los accionistas para exigir la liquidación de la empresa o de sus activos. Entonces, aunque un accionista minoritario que posea, digamos, el 5% de las acciones de la empresa no tuviere la posibilidad de forzar la liquidación, si dicho accionista deviniera en insolvente sus acreedores tendrían el poder de forzar la liquidación parcial o total de la sociedad procediendo directamente contra sus activos.

[XI] Nota del Traductor: *corporation sole* es el término utilizado por los autores para una persona jurídica constituida por una sola persona jurídica. (KAPLAN, Steven M., Diccionario Jurídico Inglés-Español Español-Inglés Aspen. Segunda Edición).

[15] Esta oposición continúa con respecto a la *LLC Sole*, como se refleja en el reciente debate legislativo en Massachussets sobre este asunto.

[16] Véase POSNER, Richard. «The Rights of Creditors of Affiliated Corporations», 43 U. CHI. L. REV. 499 (1976); JACKSON, Thomas & Anthony KRONMAN, «Secured Financing and Priorities Among Creditors», 88 YALE L. J. 1143 (1979); LEVMORE, Saul, «Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings», 92 YALE L. J. 49 (1982).

[XII] Nota del Traductor: Para mejor referencia, el término utilizado por los autores es *security interests*.

[17] I.e., JACKSON & KRONMAN, *supra*.

[18] I.e., POSNER, nota 16 *supra*, que ofrece un ejemplo muy parecido al nuestro de los negocios hotelero y petrolero pero sólo lo utiliza para ilustrar la utilidad de respetar la responsabilidad limitada entre subsidiarias.

Por supuesto, puede ocurrir que los acreedores o el liquidador del accionista insolvente elijan volver líquido el valor de las acciones que tenía en la sociedad simplemente vendiéndolas sin interrumpir o afectar las operaciones de la empresa. Pero si las acciones no tienen un valor de mercado establecido –como puede ser el caso con una sociedad cerrada– esta aproximación podría no ser atractiva para los acreedores, como puede serlo la alternativa de retener las acciones minoritarias. Así, en ausencia de la protección de liquidación para la empresa, los acreedores o el liquidador del accionista insolvente podrían proceder directamente contra los activos de la sociedad anónima, forzando la liquidación de todos o parte de los activos y, en el proceso, destruyendo el valor de la empresa en marcha. Más aún, el hecho de que el acreedor del accionista tenga sólo un derecho subordinado sobre los activos de la empresa puede incrementar el alcance potencial de dicha potencialmente ineficiente liquidación, incrementando las posibilidades que la empresa tendría de ser liquidada en su totalidad para garantizar un tratamiento justo tanto para los acreedores de la empresa que tienen un derecho de prioridad absoluto como para los acreedores del accionista quebrado.

Para asegurarnos, si el valor en marcha de la empresa fuera sustancialmente mayor que su valor de liquidación, las partes involucradas tendrían un incentivo de encontrar la manera de evitar disipar su valor mediante la liquidación. Evidentemente, la empresa o sus otros accionistas podrían ofrecer adquirir el derecho de propiedad sobre los activos pertenecientes a los accionistas en quiebra. Sin embargo, problemas en la valorización podrían hacer difíciles las negociaciones, y los problemas de liquidez podrían impedir a la empresa o a sus accionistas realizar el pago necesario. Peor aún, los acreedores del accionista insolvente podrían amenazar con forzar la liquidación de la empresa sólo para forzar a los otros accionistas a acceder a un arreglo lucrativo para los primeros. La protección de liquidación elimina la amenaza de una liquidación ineficiente de los activos de la empresa, sea dicha amenaza organizada de manera oportunista o no.

Otra razón para la existencia de la protección de liquidación es reducir los costos de monitoreo de los beneficiarios de la empresa. En la medida en que los acreedores de los beneficiarios tengan una pretensión sobre los activos de la empresa, el valor de la empresa en todo momento dependerá potencialmente de las vicisitudes de las finanzas personales de todos los beneficiarios de la empresa[19]. Notamos que estas particulares economías de monitoreo se extienden solamente a los beneficiarios de la empresa y no a sus acreedores. Los acreedores de la empresa reciben protección adecuada de la insolvencia de los beneficiarios de la empresa sólo al tener un derecho prioritario sobre los activos de la empresa, incluso si la protección de liquidación estuviera ausente. Esto es así porque los acreedores personales no ganan nada al liquidar una empresa a menos que el valor de liquidación exceda las obligaciones impagas de los acreedores de la empresa. O por lo menos éste es el caso si dejamos de lado la amenaza, discutida en el párrafo anterior, de que los acreedores de los beneficiarios de la empresa puedan, de manera oportunista, inmovilizar a los acreedores de la empresa mediante la amenaza de destruir el valor en marcha de la misma mediante una liquidación ineficiente.

Por las razones expuestas, casi todos los tipos societarios están caracterizados por la protección de liquidación que permite a los acreedores de un accionista quebrado reclamar de la entidad solamente los derechos personales sobre los dividendos y (en algunos casos) el control del que disfrutaba el beneficiario[20].

C. Preservando los activos de los beneficiarios

Como señalamos en la Sección III, pocos tipos societarios despliegan una forma de separación afirmativa de activos incluso más fuerte que aquella de prioridad contra reclamos de liquidación –a saber, separación exclusiva que niega a los acreedores separados de los beneficiarios de la empresa cualquier derecho sobre los activos de la empresa. Ejemplos

[19] EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. «Limited Liability and the Corporation», 52 UNIV. CHI. L. REV. 89 (1985), señalan que la responsabilidad limitada –una forma de la separación defensiva de activos– tiene el beneficio de reducir la necesidad que tendrían los accionistas de una sociedad anónima de monitorear las finanzas de los demás accionistas (un punto que destacamos en nuestra discusión acerca de la separación defensiva de activos más adelante). Lo que queremos enfatizar en este punto es que economías de monitoreo similares también son resultado de la separación afirmativa de activos.

[20] Los acreedores personales pueden recibir solamente derechos a los dividendos de un socio de una *general partnership* (mediante una «orden de embargo»), pero pueden recibir derechos sobre los dividendos y el control de un accionista de una sociedad anónima (mediante acciones). Entonces, en el caso de una sociedad anónima, un acreedor que recibe acciones suficientes puede liquidar la empresa mediante el ejercicio de sus nuevos derechos como accionista controlador.

principales de estos tipos societarios son las sociedades sin fines de lucro, las sociedades municipales, fideicomisos caritativos, y fideicomisos para pródigos.

Una razón fundamental para esta exclusividad es el paternalismo, como lo sugiere el ejemplo del fideicomiso para un pródigo. El fideicomitente, al dejar todos sus derechos y los de sus acreedores sobre los activos del fideicomiso, los desea proteger de los hábitos de gasto del beneficiario. Una racionalidad semejante puede estar presente en los fideicomisos caritativos y en las sociedades municipales en la medida en que sean redistributivas. Una segunda razón fundamental para negar cualquier derecho de los acreedores personales sobre los activos de estas estructuras, es que en muchos casos sería muy difícil valorar los beneficios esperados por los beneficiarios de la empresa y sería virtualmente imposible afectarlos en la práctica. ¿Cuál es el valor de los servicios municipales prestados a un residente en particular, por ejemplo, y cómo podría dicho valor ser representado en dinero para pagar una deuda?

La exclusividad es una regla mucho más común en cuanto a la separación defensiva de activos que en la separación afirmativa de activos, como el Cuadro I demuestra. Exploramos las razones para esto en la Sección VI, cuando discutimos la separación defensiva de activos más profundamente.

V. CONSTRUYENDO ESTRUCTURAS SIN EL DERECHO DE LAS ORGANIZACIONES

En ausencia del derecho de las organizaciones, sería efectivamente imposible crear la separación afirmativa de activos que es la característica esencial de toda entidad legal. Mientras que, en teoría, el patrón de derechos que constituyen la separación afirmativa de activos puede establecerse mediante la contratación, los costos de transacción necesarios para lograrlo serían prohibitivos.

Para comprender dichos costos de transacción, exploraremos los métodos que podrían ser empleados para crear el equivalente funcional de un tipo societario usando solamente las reglas básicas del derecho de propiedad, del derecho contractual y del derecho de agencia[21]. Así, nos preguntamos qué tan difícil podría ser establecer la separación afirmativa de activos si la sociedad no contara con los cuerpos especiales de leyes y jurisprudencia que constituyen el derecho de las asociaciones, sociedades mercantiles, fideicomisos privados y demás. De esta forma, apreciamos más claramente qué es lo que distingue y caracteriza al derecho de las organizaciones.

A. Empresa individual

Lo más fácil y didáctico resulta empezar con el caso más simple posible, en el que un individuo es propietario de y opera un negocio –una empresa de construcción pequeña , digamos– como único propietario. Supongamos que este empresario desea separar los activos asociados con el negocio, creando un conjunto de activos respecto al cual se otorgará a los acreedores del negocio un derecho prioritario en relación con el de sus acreedores personales. Usando las reglas de las sociedades mercantiles, esto podría ser logrado fácilmente: el empresario simplemente constituiría una sociedad, transfiriendo a ella la titularidad sobre los activos del negocio a cambio de las acciones de la sociedad. El resultado sería la separación de activos deseada sin interferir en el control del empresario sobre su negocio, el cual –como único accionista de la sociedad– continuaría siendo ejercido como antes.

En cambio, sería imposible lograr el mismo resultado sin dar al negocio forma societaria o apoyándose de alguna manera en el derecho de las organizaciones. Podemos apreciar esto al considerar cómo nuestro empresario hipotético podría tratar de establecer la separación afirmativa de activos simplemente mediante contratos. (Habida cuenta que nuestro enfoque es por el momento la separación afirmativa de activos más que la separación defensiva de activos, asumiremos que el empresario no está preocupado de proteger sus activos personales de los acreedores del negocio. Exploramos la separación defensiva de activos en la Sección VII).

[21] El concepto de agencia, según el cual el principal puede autorizar a un agente a vincularlo en contratos con terceros, es fundamental para la construcción de un nexo de contratos con algún contenido significativo, si la entidad legal que es el centro nodal de dicho nexo es un ser humano individual, un grupo de individuos o una organización. Es interesante preguntarse si la doctrina legal acerca de la agencia es primitiva, o si sería factible construir el equivalente funcional de la agencia usando otros elementos, más básicos, de la doctrina sobre contratos. Sin embargo, no exploraremos dicha pregunta en el presente trabajo; más bien, asumiremos que la doctrina sobre agencia es aplicable.

Las reglas supletorias del derecho de propiedad y del derecho contractual disponen que, de no existir un acuerdo contractual que establezca lo contrario, cada uno de los acreedores del empresario tiene la misma prioridad sobre todos los activos del empresario, incluyendo los usados en el negocio, en caso de incumplimiento. Si ignoramos la posibilidad de establecer garantías establecidas contractualmente –asunto al que volveremos más adelante– el empresario no puede alterar este patrón simplemente estableciendo una cláusula en los contratos con sus acreedores del negocio mediante la cual les promete un derecho prioritario sobre los activos utilizados en el negocio. Esencialmente esto implicaría tomar un derecho de propiedad de sus acreedores personales sin su consentimiento. Más bien, para asegurar a sus acreedores del negocio un derecho prioritario sobre los activos del negocio, el empresario estaría obligado a insertar una cláusula en cada contrato entre él y el acreedor del negocio, describiendo el conjunto de activos vinculantes y prometiendo –de manera confiable– que acordará con cada uno de sus acreedores personales, pasados y futuros, insertar una estipulación en el contrato con su acreedor personal bajo la cual el acreedor personal acepta subordinar su derecho de satisfacer sus derechos contractuales contra el empresario más allá del conjunto de activos del negocio establecido.

Este tipo de contratación sería prohibitivamente costosa en cualquier situación práctica. Consideremos los principales tipos de costos de transacción que impondría.

En primer lugar, encontraríamos, por un lado, los costos de preparar e insertar disposiciones estándar en todos los contratos entre el empresario y sus acreedores personales; y, por el otro, en todos los contratos entre el empresario y sus acreedores del negocio. Estas disposiciones estándar no serían simples. Necesitarían ser elaboradas con detalle y precisión suficiente como para distinguir claramente los activos del negocio del empresario de sus activos personales y para distinguir a los acreedores del negocio –aquellos a quienes se les ha otorgado prioridad sobre los activos vinculantes– de sus acreedores personales. Al considerar esta conexión, debemos recordar que los activos del negocio tienden a formar un conjunto grande y variante de activos tangibles e intangibles, que incluye equipos, suministros, inventario, cuentas por cobrar, acuerdos de suministro, convenios de crédito y marcas registradas.

En segundo lugar, un esfuerzo contractual de separar este conjunto de activos implicaría incurrir en los costos de explicar el significado y alcances de dicha separación de activos a sus acreedores personales, quienes, como resultado, se encontrarían en desventaja; así como negociar la contraprestación necesaria para compensar su pérdida de garantía. El empresario se vería obligado a negociar con todos sus acreedores personales para asegurar la integridad de sus activos vinculantes desde que, en la ausencia de un acuerdo para ser subordinado, cualquier acreedor personal estaría autorizado a participar de los activos del negocio en igualdad de términos con los acreedores del negocio. Más aún, los acuerdos de subordinación deberían ser celebrados no sólo con los nuevos acreedores personales del empresario, sino también con todos los acreedores personales ya existentes.

En tercer lugar, un intento contractual de demarcar un conjunto de activos vinculantes impondría inmensos costos de policía. Aunque los acreedores del negocio tendrían el derecho contractual de insistir que el empresario negocie la subordinación de derechos de los acreedores personales sobre los activos del negocio, este derecho sólo sería exigible contra el empresario –no contra sus acreedores personales– si es que el empresario no negoció la estipulación que contiene el requisito de la subordinación. Así, los acreedores del negocio se enfrentan a un gran problema de *moral hazard*. Ellos podrían hacer cumplir efectivamente el acuerdo al empresario para preservar el conjunto de activos vinculantes que les da seguridad sólo si monitorean continuamente las transacciones con acreedores individuales.

El derecho de las organizaciones elimina la necesidad de tan elaborada contratación y también evita los costos de transacción y el moral hazard que ésta implica. En primer lugar, al permitir que la empresa por si misma sea propietaria de activos, la ley provee medios simples para identificar qué activos deben ser considerados activos personales frente a los activos del negocio; los últimos son simplemente los activos que son de titularidad de la empresa. En segundo lugar, la ley provee medios simples para la distinción entre los acreedores personales del individuo de los acreedores de su negocio; los últimos son simplemente aquellos que han celebrado contratos con la entidad legal en vez de celebrarlos con el individuo directamente. En tercer lugar, la ley provee que cuando una persona –incluyendo el propietario de la empresa– transfiere activos

a la entidad, un derecho sobre aquellos activos es otorgado a los acreedores del negocio, derecho prioritario sobre los derechos de los acreedores personales del propietario.

Sobre este último aspecto, es esencial notar que el derecho de las organizaciones provee cambios en derechos que afectan a terceros. Cuando una empresa se organiza como una entidad legal, y el propietario de dicha empresa –incluso el único propietario– transfiere activos a la empresa, se les otorga automáticamente a los acreedores de la empresa una pretensión sobre dichos activos (derecho ejercitable en caso de incumplimiento contractual), mientras que el derecho contingente sobre aquellos activos previamente tenido por los acreedores personales del propietario es subordinado a los derechos de los acreedores de la empresa, todo sin recontratar con los acreedores personales del propietario o sin tener que obtener su consentimiento. Esta capacidad para reacomodar los derechos de numerosas terceras partes sin renegociación, en esencia derechos de propiedad, es una contribución crucial del derecho de las organizaciones.

Esta contribución no sería útil, por supuesto, si es que el reacomodo de derechos contractuales involucrado no fuera eficiente – es decir, si es que no llevó a un incremento del valor agregado de los derechos contractuales de todas las partes involucradas. En general, sin embargo, uno puede esperar no solamente que será eficiente, sino también que las transacciones individuales que esto facilita serán ventajosas para cada actor involucrado. Nuevamente, consideremos a nuestro empresario hipotético. Supongamos que ya ha constituido la sociedad y que ahora desea transferir al negocio una parte del equipo que era de su propiedad personal. A cambio, él recibirá acciones adicionales en la sociedad (o quizás, si es que es el único accionista, simplemente incrementará el valor de las acciones ya emitidas). Como consecuencia de la transacción, sus acreedores personales habrán perdido su derecho de afectar directamente dicha parte del equipo y recibirán, en lugar de ese derecho, un incremento del valor de las acciones del empresario contra las que podrán dirigirse. El acreedor que monitorea economías y otras ventajas de la separación afirmativa de activos debería, sin embargo, apreciar más dicho incremento de valor accionario en comparación con el valor que el equipo tenía cuando era de propiedad del empresario. Si fuera de alguna otra forma, el empresario habría tenido pocos incentivos para transferir los equipos a la sociedad. Así, la transacción debe redundar en un beneficio para todos los involucrados –los acreedores personales del empresario, el empresario mismo y los acreedores del negocio. Más aún, la misma lógica se aplica cuando un empresario da forma societaria a un negocio que previamente fue operado como una empresa unipersonal. En suma, la separación afirmativa de activos es un mecanismo vinculante que por lo general incentiva al empresario a utilizarlo sólo cuando sus beneficios exceden sus costos, tanto desde el punto de vista individual como social.

B. Empresa con múltiples propietarios

Cuando un negocio tiene múltiples beneficiarios, los costos de establecer la separación afirmativa de activos mediante la simple contratación– costos ya prohibitivos en el caso de un propietario único– crecen exponencialmente, mientras que al mismo tiempo los beneficios de la separación afirmativa de activos también se incrementan dramáticamente. Vemos esto claramente cuando nos imaginamos cómo un grupo numeroso de individuos pretende la creación de un negocio de propiedad conjunta en ausencia del derecho de las organizaciones –el tipo de negocio que normalmente se constituiría hoy en día como una *partnership* en la cual los individuos serían los socios o como una sociedad anónima en la que serían accionistas.

Las reglas básicas de asignación de propiedad sobre la base de los derechos reales permitirían a estos individuos adquirir y ser copropietarios de los bienes usados en el negocio. Las reglas básicas del derecho de agencia permitirían a los copropietarios delegar autoridad claramente definida a los administradores para actuar en su nombre y consignar, como garantía del cumplimiento de los contratos del negocio, tanto los activos en copropiedad usados en el negocio como los activos personales de cada uno de los copropietarios. Y el derecho contractual básico permitiría a los copropietarios comprometerse a sí mismos según sus propios métodos de distribución de los ingresos de la empresa y según las reglas de votación u otros mecanismos que utilicen para tomar aquellas decisiones no delegadas a los administradores. En consecuencia, usando estas tres herramientas legales básicas, los individuos podrían crear un nexo de contratos con muchos de los atributos de una *partnership*. Lo que estos individuos no podrían lograr en la práctica es establecer aunque sea uno de los elementos básicos de la separación afirmativa de activos: la prioridad de derechos o la protección contra reclamos de liquidación.

Primero, consideremos el problema de otorgar a los acreedores del negocio un derecho prioritario sobre los bienes en copropiedad utilizados en el negocio. Bajo las reglas del derecho de propiedad y del derecho contractual, los acreedores personales de un copropietario tendrían (en el caso del incumplimiento por parte del individuo) la posibilidad de ejecutar todos los activos del individuo, incluyendo su cuota en los bienes del negocio mantenidos en copropiedad. Y su derecho sobre estos últimos activos tendría la misma prioridad que el de los acreedores del negocio. Cualquier esfuerzo por cambiar este patrón traería problemas del mismo tipo que los señalados anteriormente para el caso de la empresa individual, aunque en mayor magnitud.

La concesión de prioridad a los acreedores del negocio sobre los activos del negocio, requeriría que cada uno de los copropietarios garantice, en cada contrato con un acreedor del negocio, que lograrán que sus acreedores personales renuncien a sus derechos sobre la participación de los copropietarios en los activos del negocio. Estas garantías se establecerían fácilmente por los administradores del negocio, que actúan como agentes, por medio de contratos modelo. Pero los costos de transacción de los copropietarios de cumplir con dichas garantías podrían ser inmensos – aproximadamente los mismos costos señalados anteriormente para el propietario único, pero multiplicados por el número de copropietarios involucrados. Más aún, es de esperarse que los problemas de *moral hazard* y de monitoreo involucrados en ejecutar estas garantías se incrementen mucho más que proporcionalmente al número de copropietarios. La razón se encuentra en que al existir múltiples copropietarios, surge un problema de subsidios (*free-riders*). Cada copropietario tiene un incentivo mayor que el que tendría el propietario único para no exigir la renuncia a uno o más de sus acreedores personales, de acuerdo a lo prometido, y así les garantiza su participación en los activos del negocio, desde que – manteniendo las acciones de los demás copropietarios constantes– él sólo soporta parte de los costos que dicha acción impone sobre la solvencia crediticia del negocio. Más aún, mientras el número de copropietarios aumenta, se vuelve más difícil para ellos controlar este problema mediante el monitoreo de las deudas privadas de los demás copropietarios.

Además del problema de establecer una prioridad para los acreedores del negocio sobre los activos del negocio, existe un problema con la protección contra reclamos de liquidación. Con sólo la posibilidad de utilizar las reglas básicas del derecho de propiedad sería difícil lograr la protección contra reclamos de liquidación. Cada copropietario de los bienes del negocio tiene derecho a forzar la partición de dichos activos, ya sea mediante la división física (nominalmente el método preferido por el derecho) o mediante la venta de la propiedad y la división de los frutos[22]. Los acreedores de un copropietario en quiebra entrarían en el lugar de dicho copropietario y, presumiblemente, tendrían el mismo derecho de forzar la partición de los activos en copropiedad[23]. No obstante, los copropietarios pueden celebrar un contrato entre ellos para no dividir la propiedad. Sin embargo, dicho acuerdo deberá tener una duración limitada[24]. Por otra parte, cualquiera sea la duración del acuerdo de no dividir la propiedad, éste no vinculará a los acreedores de los copropietarios. La quiebra del copropietario conlleva el incumplimiento de sus compromisos contractuales, incluyendo el compromiso de no dividir la copropiedad y reduce dichos compromisos a simples obligaciones de pagar indemnizaciones monetarias por los daños causados[25]. Los demás copropietarios podrían tener un derecho a reclamar daños contra el individuo quebrado por disolver el

[22] I.E., *Delfino v. Vealencis*, 181 Conn. 533, 436 A. 2d. 27 (1980); *Johnson v. Hendrickson*, 24 N.W.2d 914 (S.D. 1946). Las leyes en la mayoría de estados incluyen provisiones permitiendo esta división forzosa. Véase *Restatement (Second) of Property* § 4.5 cmt. a (1983); CRIBBET, John E., «Principles of the Law of Property» 106 (1975)Véase en general Nota, «Partitions in Kind: A Preference Without Favor», 7 CARDOZO REV. 855 (1986).

[23] Véase 20 AM. JUR. 2D «Cotenancy and Joint Ownership» § 38 (1995) (citando a *New Haven Trolley and Bus Employees Union v. Hill*, 142 A.2d. 703 (Conn. 1958); *First Fed. Sav. & Loan Assoc. v. Lewis*, 14 A.D.2d 150 (N.Y. App. Div. 1961); *Sipes v. Sanders*, 66 S.W.2d 261 (Tenn. Ct. App. 1933)). Véase también 86 C.J.S. «Tenancy in Common» § 13 (1997) (citando a *Conn. v. Conn*, 13 N.W. 51 (Iowa 1882); *Parker v. Dendy*, 157 S.W.2d 48 (Ark. 1941)).

[24] Un acuerdo de no partición es inexigible por ser una restricción inválida a la transferencia de propiedad salvo que su vigencia esté limitada a un plazo razonable. Véase *Restatement (Second) of Property* § 4.5, nota del relator 2c (1983); *Raisch v. Schuster*, 47 Ohio App. 2d 98, 352 N.E. 2d 657 (1975). Véase también Cribbet, nota 22 supra, en 106 (citando *Michalski v. Michalski*, 142 A.2d 645 (N.J. 1958)).

[25] Este punto se encuentra en un contexto ligeramente diferente, aunque relacionado, en ADLER, Barry. «Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy» 45 STAN. L. REV. 337 (1993). Véase también LA SALA, Lawrence J, Nota, «Partner Bankruptcy and Partnership Dissolution: Protecting the Terms of Contract and Ensuring Predictability» 59 FORDHAM L. REV. 619 (1991).

negocio, pero éste sería un simple reclamo de dinero en el que participarían a prorrata en los activos del quebrado –incluyendo su participación en los activos del negocio– con los derechos de los acreedores personales del quebrado.

La contribución esencial del derecho de los partnerships es la de ofrecer una solución a estos problemas y, en consecuencia, permitir la separación afirmativa de activos. El derecho de las asociaciones establece una forma especial de propiedad concurrente respecto de todos los activos que se encuentren a nombre de dicha asociación. Las reglas sobre los derechos de los acreedores y sobre quiebra aplicables a la asociación establecen que los acreedores de asociación tienen derecho prioritario sobre los activos de asociación en caso de insolvencia , respecto a los derechos de los acreedores personales de los socios. La protección contra reclamos de liquidación es provista por la regla que establece que los acreedores personales de un socio no pueden forzar la disolución de la asociación ni ejecutar directamente de alguna manera la propiedad de dicha asociación, sino que sólo pueden acceder a los derechos del socio quebrado en las distribuciones de frutos realizadas por la asociación[26].

Desde el punto de vista funcional de las entidades legales, son estas características típicas del derecho de propiedad las que dan al derecho de las asociaciones su naturaleza de entidad legal y evitan que sea considerada una simple agencia, y así hacen que el derecho de las asociaciones forme parte del derecho de las organizaciones. Desde hace mucho tiempo existe un debate en la literatura legal sobre si la asociación, en algún punto de su evolución histórica, alcanzó propiamente el estado de persona jurídica. Aquellos que han argumentado en contrario han señalado, por ejemplo, el hecho de que hasta hace relativamente poco tiempo era necesario nombrar a todos los socios en una demanda para que el derecho reclamado sea exigible frente a la asociación, o la tradicional regla que señala que un cambio en la membresía de la asociación conllevaba la disolución de la misma. Sin embargo, mientras que dichos elementos del derecho tradicional acerca de las asociaciones son inconvenientes para una empresa con un adecuado funcionamiento, son sólo eso; en general, éstos se pueden eliminar mediante contractos. La prioridad de derechos y la protección contra reclamos de liquidación que el derecho de las asociaciones establece para los acreedores de la empresa tienen características diferentes, desde que no pueden, por un asunto práctico, ser establecidas mediante la contratación[27]. Sin embargo, las leyes que permiten demandar y ser demandado no establecieron la separación defensiva de activos. Los miembros de la asociación, así como otras personas que actuaban en nombre de ella, eran personalmente responsables, solidariamente, por las deudas de la asociación. Ver Karl Rove & Company v. Thornburgh, 39 F. 3d. 1273, 1285-86 (5th Cir. 1994); Kimberly A. Davison, Cox v. Thee Evergreen Church: Liability Issues of the Unincorporated Association, Is it Time for the Legislature to Step In?, Nota, 46 BAYLOR L. REV. 231 (1994). Éste fue en gran parte el asunto

[26] Esta forma de separación afirmativa de activos se aplica incluso a la tradicional asociación voluntaria constituidas bajo el *Uniform Partnership Act* de 1914 (UPA), en la que la quiebra de un socio era causal técnica de disolución de la sociedad, pero solamente un socio (incluso el socio quebrado) podía elegir liquidar la *partnership* para que los activos remanentes se encuentren disponibles para distribución. En una moderna asociación voluntaria organizada bajo el *Revised Uniform Partnership Act* de 1994 (RUPA), la quiebra de un socio no constituye una causal de disolución, y solamente el voto mayoritario de los socios podría lograr la liquidación de los activos de la sociedad. Véase RIBSTEIN, Larry E. «Unincorporated Business Entities» 198 (1996).

[27] Como el *partnership*, la asociación no constituida [*unincorporated association*] ha sido por largo tiempo el objeto de debate, acerca de su estatus como tipo societario. Sin embargo, en el caso de la asociación no constituida, existen más razones para debatir.La regla tradicional del *common law* era que una asociación no constituida no podía tener activos a su nombre. Como resultado, no existía un conjunto independiente de activos de la asociación contra el que los acreedores de la asociación pudieron actuar. Los acreedores de la asociación que buscaran la satisfacción de sus acreencias podían elevar una demanda contra los miembros y otras personas que actuaran en nombre de la asociación. Entonces, una asociación no constituida no era una entidad legal de la manera en que empleamos el término en el presente trabajo.A inicios del sigo XX, muchos estados adoptaron normas que permiten «demandar y ser demandado» reconociendo la capacidad de una asociación no constituida de ser titular de activos y de incurrir en obligaciones en su propio nombre, dando como resultado que los acreedores de la asociación podían dirigirse contra los activos de la asociación para satisfacer sus deudas impagas. En consecuencia, dichas leyes establecieron la separación afirmativa de activos y, por lo tanto, convirtieron a las asociaciones en entidades legales en el sentido en que empleamos dicho término en el presente trabajo. La separación afirmativa de activos no sólo requiere la delimitación de los activos de la empresa, sino también la creación de un derecho prioritario sobre dichos activos para los acreedores de la empresa. Las normas en cuestión no señalaban expresamente este asunto acerca de la prioridad. Sin embargo, la prioridad para los acreedores de la asociación es la consecuencia lógica de las normas: se presume que los activos de la asociación no deben ser considerados también propiedad personal de los miembros de la asociación y, así, no pueden ser ejecutados directamente por los acreedores de los miembros individuales de la asociación.

[xiii] Nota del Traductor: el *Uniform Unincorporated Nonprofit Association Act* es la ley que regula las asociaciones sin fines de lucro no constituidas de los Estados Unidos.

que inspiró la promulgación, en 1992, del Uniform Unincorporated Nonprofit Association Act[XIII], 6º U.L.A. 509, que ha sido adoptada en algunos estados. Dicha ley prácticamente replica las disposiciones sobre la separación afirmativa de activos de las leyes que permiten demandar y ser demandado, pero va más allá al establecer un grado sustancial aunque ambiguo de separación defensiva de activos, estableciendo que una persona no es responsable personalmente por las deudas de una asociación no constituida meramente por ser miembro de la asociación o participa en su administración. Ver Davison, supra. (sic).

Una vez que esto es reconocido, vemos que podría tener sentido que el derecho de los *partnerships* reconozca al «*partnership sole*» –a saber, un partnership con un único socio– así como el derecho societario ha reconocido a la *corporation sole* que tiene un único accionista[28]. Con la posibilidad de establecer un negocio como un *partnership sole*, un empresario individual podría otorgar a sus acreedores del negocio un derecho prioritario sobre los activos del negocio y también un derecho sobre sus activos personales por cualquier deuda del negocio que no pudiera ser satisfecha con los activos del negocio. Esta forma de separación afirmativa de activos sin separación defensiva de activos tendría las mismas ventajas para un negocio pequeño con un único propietario que tiene para un negocio con dos o más propietarios. El hecho de que el derecho de los *partnerships* no la provea puede ser explicado en parte por una confusión conceptual (como la temprana resistencia a la *corporation sole*) y en parte por el hecho que, al menos hoy en día, se puede obtener casi el mismo resultado mediante la constitución del negocio bajo una forma societaria y haciendo que el único accionista también participe de los contratos entre la sociedad y sus acreedores más importantes.

C. Agencia con título

En la discusión inmediatamente precedente, asumimos que los individuos que invierten en el negocio –a quienes volveremos a llamar «beneficiarios» del negocio– permanecerían siendo copropietarios de los activos utilizados en el negocio. Una propuesta alternativa sería la de transferir la titularidad sobre dichos activos a uno (o más) de los administradores del negocio, sujetándolo a un compromiso contractual del administrador, que actúa como agente de los beneficiarios, de administrar los activos en exclusivo beneficio de los beneficiarios y a devolver los activos en adecuadas condiciones a los beneficiarios.

Esta aproximación proveería medios relativamente prácticos para garantizar a los acreedores del negocio un derecho prioritario sobre los activos del negocio, en relación con los derechos de los acreedores personales de los beneficiarios. Desde que la titularidad de los activos del negocio no estaría en manos de los beneficiarios, sus acreedores personales no tendrían ningún derecho a ejecutar dichos activos. En el mejor de los casos, los acreedores del beneficiario podrían subrogarse en los derechos contractuales del beneficiario frente al agente. Pero dichos derechos, al ser contractuales, se limitarían a los términos de los contratos entre ellos. Y los contratos entre los beneficiarios y el administrador que actúa como su agente podrían establecer que los derechos de los beneficiarios frente a los activos tenidos por el administrador se encuentren subordinados a los derechos de los acreedores del negocio con los cuales el administrador contrate.

En consecuencia, las renuncias de todos los acreedores personales de los beneficiarios no serían necesarias, evitando así los prohibitivos costos de transacción y el *moral hazard* que dichas renuncias implican. Para que el derecho prioritario de los acreedores del negocio sea confiable para ellos, sería suficiente mostrarles las renuncias que figuran en los contratos de agencia celebrados entre los beneficiarios y el administrador.

La protección contra reclamos de liquidación de parte de los acreedores personales de los beneficiarios también puede establecerse mediante ésta alternativa. En caso de quiebra de un beneficiario, sus acreedores buscarían realizar el valor de sus compromisos contractuales con el administrador del negocio, pero probablemente –al menos mientras el contrato de agencia no sea revocable[29]– sólo podrán

[28] En la actualidad, la formación de *partnerships* requieren «una asociación de dos o más personas.» Uniform Partnership Act §6; Revised Uniform Partnership Act §202(a).

[29] La regla general señala que la agencia no puede ser irrevocable. Sin embargo, existe una excepción, si es que la agencia contiene un «mandato según el cual el agente tiene un interés». Posiblemente la transferencia de la titularidad en los activos comprometidos frente al agente, da al agente el interés requerido (desde el punto de vista legal). El contrato de agencia que se emplea en este caso busca privar al administrador de cualquier interés en equidad sobre los activos, dejándolo únicamente con el título meramente formal. Por otro lado, como lo demuestra la discusión que sigue, puede no existir manera de evitar que dichos activos sirvan de garantía para los acreedores del administrador y, de esta manera, el administrador tiene de hecho, un interés en equidad sustancial sobre dichos activos.

ejercer un reclamo monetario contra el administrador, y no podrán afectar directamente los activos del negocio, cuya titularidad recae sobre el administrador.

Esta propuesta podría lograr aislar los activos comprometidos de los acreedores de los copropietarios[30]. La razón por la que tiene éxito es porque los beneficiarios emplean, de hecho, una persona legal diferente a ellos que se desempeña como la empresa. Sin embargo, dicha persona es una persona natural –el agente/administrador– y no una persona jurídica. Y en esto radica el problema de esta propuesta. Al tomar prestada la personalidad legal del administrador para formar la empresa, la propiedad del administrador sobre la empresa se vuelve indistinguible de su propiedad personal. El resultado es que los activos del negocio de propiedad del administrador, mientras que están aislados de los acreedores de los beneficiarios, no se encuentran aislados de los acreedores del administrador. Si no existiese el derecho de las organizaciones, los activos del negocio podrían, por regla de aplicación supletoria, estar disponibles para los acreedores personales del administrador salvo que el administrador asegurara mediante acuerdo explícito con dichos acreedores que esos activos no se encuentran disponibles para ellos.

El contrato de agencia entre los beneficiarios y el administrador podría, para asegurarnos, establecer que el administrador debe obtener acuerdos como los señalados con cada uno de sus acreedores personales. Pero los costos de transacción –que se asemejarían a los que examinamos cuando consideramos la posibilidad de que el único propietario de un negocio separara afirmativamente los activos de dicho negocio– usualmente harían impracticables dichos acuerdos. Por otra parte, tanto los acreedores del negocio como los beneficiarios del mismo, podrían encontrarse en un riesgo sustancial de que el administrador no celebre dichos acuerdos con uno o más de sus acreedores, ya sea por oportunismo como por mero descuido. En ese caso, mientras que los beneficiarios (y probablemente los acreedores del negocio) podrían mantener pretensiones contractuales frente al administrador, dichos derechos serían paralelos a, más que superiores a, los derechos de los acreedores personales del administrador. Como resultado de ello, en ausencia del derecho de las organizaciones, esta propuesta no lograría establecer la separación afirmativa de activos, de la misma manera en que las otras dos propuestas que hemos examinado no lo logran.

El *common law trust*[XIV] resuelve el problema al aislar los activos del negocio de los acreedores personales del administrador, al permitir al administrador ser designado «fiduciario», cuyos activos –a saber, los activos de los que ostenta título legal– se encuentran separados en dos conjuntos: sus activos personales, y los activos que se encuentran en fideicomiso a favor de los beneficiarios designados. Y establece que, como regla general, estos últimos activos no se encuentren disponibles para satisfacer los derechos de los acreedores personales del fiduciario. Así, el derecho de los fideicomisos[XV] hacen que el fiduciario sea, frente a los acreedores con los que celebra contratos, dos sujetos de derecho diferentes: una persona natural que contrata en nombre propio y una persona artificial que actúa en nombre de los beneficiarios.

Este aislamiento de los activos que se encuentran en fideicomiso con respecto a los acreedores personales del fiduciario, es la contribución esencial del derecho de los fideicomisos. Su importancia puede verse examinando el uso de figuras fiduciarias similares en países de Derecho Civil en los que no existe el derecho de los fideicomisos. Mientras que no es extraño que los individuos de dichas jurisdicciones actúen de la manera descrita, es decir, transfiriendo a un agente la titularidad de los activos para que los administre en su beneficio, las personas elegidas como agentes son casi siempre bancos u otras instituciones con suficientes activos seguros que en efecto eliminan el riesgo de la insolvencia del agente. Esto, en contraste con lo que ocurre en las jurisdicciones de *common law* donde, como consecuencia del derecho de los fideicomisos, los individuos han sido

[30] Como un adicional, esta propuesta también puede establecer responsabilidad limitada para los beneficiarios, en el sentido de que su exposición frente a los acreedores de la empresa puede ser limitada a los activos cuyo título haya sido transferido al administrador. Sin embargo, éste no sería el caso, si los beneficiarios retuviesen un grado tal de control sobre el administrador que la ley los haga personalmente responsables por los contratos celebrados por el agente en beneficio de ellos.

[XIV] Nota del Traductor: el término *common-law trust*, no alude a todos los fideicomisos permitidos por dicha tradición jurídica, sino al fideicomiso que establece una organización similar a la de una sociedad anónima, en la cual los inversionistas reciben certificados transferibles de acuerdo a su participación en los beneficios. (Black's Law Dictionary, Sétima edición, 1999).

[XV] Nota del Traductor: Para mejor referencia, los autores utilizan *law of trusts*.

empleados como fiduciarios por mucho tiempo[31]. Mientras que a veces se señala que el *common law trust* no tiene personalidad jurídica, por el contrario, desde nuestro punto de vista es claramente una entidad legal y, en consecuencia, el derecho de los fideicomisos es parte del derecho de las organizaciones.

En efecto podemos avanzar más. Hemos aceptado que incluso sin la presencia del derecho de los fideicomisos, el convenio de agencia-con-título descrito, por lo menos lograría la separación de los activos del negocio tenidos por el administrador de los activos personales de los beneficiarios. Pero dicha suposición está basada en reglas legales que podrían ser consideradas como características del derecho de las organizaciones. Después de todo, la ley podría razonablemente establecer, en lugar de lo antes descrito, que el esfuerzo de transferir la titularidad formal de un activo del principal al agente, cuando dicho agente permanece sujeto al control del principal y a la promesa de que en última instancia retransferirá el activo y su titularidad al principal, no cambia el carácter legal de dicho activo que sigue siendo de propiedad del principal en vez de ser del agente, cuando menos en lo que respecta a los derechos de terceros acreedores. Así, el activo se encontrará disponible para los acreedores personales del principal, como los demás activos que son de propiedad directa del principal. Visto de esta manera, el derecho de los fideicomisos es importante no sólo por permitir la separación afirmativa de los activos del fideicomiso con respecto a los activos personales del fiduciario, sino también –como en el derecho corporativo y el derecho de los partnerships– por permitir la separación afirmativa de activos con respecto a los activos personales de los beneficiarios.

D. Derechos de garantía[XVI]

Desde que identificamos como la principal contribución del derecho de las organizaciones a la asignación de un derecho prioritario sobre los activos vinculantes de una empresa a los acreedores del negocio, es natural preguntarse si es que sería posible otorgar a los acreedores de la empresa esta prioridad simplemente mediante la asignación de derechos de garantía a dichos acreedores, sin contar con el derecho de las organizaciones para ese propósito. La respuesta es que, mientras que el derecho moderno sobre derechos de garantía ha llegado a facilitar el otorgamiento de intereses prioritarios a los acreedores del negocio, no proporciona un sustituto adecuado al derecho de las organizaciones en este respecto, y no hace nada para establecer la protección contra reclamos de liquidación.

1. Prioridad

Para apreciar las posibilidades de utilizar derechos de garantía para establecer la prioridad de pretensiones, permítanos regresar al sencillo caso del empresario individual que desea crear un negocio cuyos acreedores tengan derecho prioritario sobre el de sus acreedores personales, con respecto a los activos asociados al negocio. Bajo el derecho comercial de los Estados Unidos, el empresario podría redactar y registrar un acuerdo de financiamiento asignando a todos los acreedores del negocio un derecho de garantía indiviso sobre todos los activos del negocio, presentes y futuros, con el que los derechos de los acreedores serán satisfechos a prorrata, de acuerdo al monto que se les adeude.

Esta aproximación a la separación afirmativa de activos requeriría la estipulación por escrito de (1) una descripción de todos los activos que se dan en garantía y (2) todos los acreedores presentes y futuros a los que se podría garantizar con dichos activos. Adicionalmente, una declaración otorgando en garantía estos activos tendría que ser incluida en los contratos individuales celebrados entre la empresa y cada uno de sus acreedores. Para ser exhaustiva, esta clase de acreedores tendría que incluir a todos los proveedores, empleados y clientes de la empresa. Los simples costos de llevar a cabo estos pasos podrían ser tan gravosos que se conviertan en prohibitivos. Pero, incluso si no lo fueran, existen otros importantes obstáculos en esta aproximación.

En primer lugar, aunque la ley actual permite otorgar en garantía tanto activos presentes como futuros identificando la clase de los mismos, no está claro si una garantía «supergenérica» sobre todos los activos, independientemente de su clase, podría incluirse en un acuerdo de constitución de

[31] Véase HANSMANN, Henry & Ugo MATTEI. «The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis» 73 NYU L. REV. (1998).

[XVI] Nota del Traductor: Los autores utilizan el término *security interests* que hemos traducido como «derechos de garantía». En ese contexto, debe entenderse por *security interests* los derechos sobre activos que sirven –en sentido lato– para garantizar obligaciones.

garantía y, entonces, si todos los activos asociados a un negocio podrían en efecto ser separados por un acuerdo de este tipo[32]. En el extremo en que dicha garantía estuviera prohibida, no se podría otorgar prioridad a los acreedores del negocio respecto de los acreedores personales del empresario sobre los activos de una clase no descrita. Sin embargo, es posible que este problema no sea en sí mismo un importante obstáculo para una separación de activos sustancialmente efectiva; probablemente la mayoría de los activos de cierta importancia para el negocio estarían descritos y otorgados efectivamente en garantía bajo la normativa vigente.

En segundo lugar, y de mucha mayor importancia, bajo la normativa vigente un contrato de financiamiento debe listar el nombre y la dirección de cada acreedor que se encuentre garantizado por el acuerdo. Esto significa que un contrato de financiamiento garantizado no puede ser extendido a fin de incluir a futuros acreedores del negocio no nombrados sin requerir una nueva modificación cada vez que la empresa contrate con un nuevo acreedor[33] – lo que sería una carga irracional para cualquier negocio de cierta complejidad. Como lo señala una corte, «el UCC[XVII] claramente contempla y permite el colateral flotante (propiedad del deudor adquirida con posterioridad) y la deuda flotante (desembolsos futuros). Sin embargo, el UCC no ... contempla los 'acreedores garantizados flotantes' [XVIII]...»[34] En consecuencia, esta propuesta no funciona como medio para lograr la separación afirmativa de activos.

2. Protección contra reclamos de liquidación

Más allá de los problemas para establecer la prioridad de los derechos de los acreedores del negocio, se encuentra el problema de proteger a la empresa de la amenaza de una liquidación prematura. Los derechos de garantía no proporcionan una protección contra reclamos de liquidación; se limitan a proveer prioridad de derechos.

Este punto es ilustrado por las transacciones de titulización de activos, comunes en los últimos años. En una transacción típica de este estilo, una sociedad anónima transfiere algunos de sus activos –digamos, sus cuentas por cobrar– a un fideicomiso privado, el que a cambio emite bonos respaldados por dichos activos. El fideicomiso simplemente sirve como un intermediario en la transacción; el efecto económico es que la sociedad anónima sólo está recibiendo un préstamo contra sus cuentas por cobrar. La razón fundamental para la utilización del fideicomiso es que sirve como un «vehículo de quiebra remota»: si la sociedad anónima alguna vez quiebra, los activos en fideicomiso permanecerán aislados del procedimiento de quiebra, y así se proporciona más respaldo a los tenedores de bonos.[35] En resumen, el fideicomiso proporciona un grado de separación afirmativa de activos que no se puede conseguir simplemente mediante los derechos de garantía –aunque los activos involucrados en estas transacciones se encuentran usualmente dentro de las categorías de activos respecto a las cuales se pueden crear derechos de garantía[36]. La importancia de esta separación es evidente ya que los fideicomisos de titulización de activos son actualmente emisores de una porción significativa de los valores representativos de deuda americanos vigentes, por un valor total equivalente a varios trillones de dólares[37].

3. Añadiendo flexibilidad al derecho de propiedad

Si las reglas de los derechos de garantía fuesen sustancialmente más flexibles, y permitiesen la creación de gravámenes flotantes con el

[32] De acuerdo al Artículo 9, que cubre a la garantía sobre la propiedad e instalaciones personales, por ejemplo, las cortes se encuentran divididas sobre si hacer cumplir las descripciones supergenéricas como «todos los activos del deudor» o «toda la propiedad personal del deudor». En una nueva versión del Artículo 9, recientemente diseñado por NCUSL, §9-108, expresamente se prohíbe dicha garantía en acuerdos de constitución de garantías (aunque los nuevos §9-504 específicamente permiten dicha descripción en una declaración financiera).

[33] Sección 9-402 del UCC. Aunque la nueva sección §9-502 exime del requisito de la dirección del acreedor en las declaraciones de financiamiento , el «nombre del acreedor garantizado» sigue siendo un requisito.

[XVII] Nota del Traductor: El UCC es el *Uniform Commercial Code*, que rige todas las transacciones comerciales, incluyendo a las ventas de bienes, transacciones garantizadas e instrumentos negociables.

[XVIII] Nota del Traductor: Para mejor referencia, la cita de los autores se refiere a *floating collateral, floating debt* y *floating secured parties*, respectivamente.

[34] *Republic National Bank v. Fitzgerald*, 565 F. 2d 366, 369 (5th Cir. 1978) (nota al pie omitida).

[35] Véase SCHWARCS, Steven. «The Alchemy of Asset Securitization», 1 STAN J.L. BUS. & FIN. 133, 135 (1994); TRACHT, Marshall E. «Contractual Bankruptcy Waivers: Reconciling Theory, Practice, And Law», 82 CORNELL L.REV. 301, 310-11 (1997).

[36] Para una discusión sobre las economías de información y de monitoreo disponibles a partir de la conversión de activos a valores, véase HILL, Claire. «Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons», 74 WASH. U.L.Q. 1061, 1090-93 (1996).

[37] Véase WALTER, Ingo & SMITH, Roy, «Global Banking» 201, Figura 7-6 (1997); TRACHT, Marshal, nota 35, supra; LANGBEIN, John. «The Secret Life of the Trust: the Trust as an Instrument of Commerce», 107 YALE L. J. 835 (1980).

alcance apropiado y acreedores variables, entonces –así no previesen de la protección contra reclamos de liquidación– dicho ordenamiento jurídico podría proporcionar un sustituto factible del derecho de las organizaciones, por lo menos en cuanto al establecimiento de prioridades de derechos[38]. La razón de esto es que tanto el derecho de las organizaciones como el de los derechos de garantía son en el fondo formas del derecho de propiedad: ellos definen los tipos de titularidad que pueden ser creados y transferidos a otros, y los tipos de titularidad que se presume que una persona transfiere a otra bajo determinadas circunstancias.

Las reglas subyacentes a los derechos de propiedad en todas las economías contemporáneas establecen fuertes limitaciones a las maneras en que los derechos de propiedad sobre cualquier activo pueden ser divididos entre dos o más personas[39]. Tanto la doctrina de los derechos de garantía como el derecho de las organizaciones crean excepciones a estas limitaciones, permitiendo el otorgamiento de derechos de propiedad contingentes en ciertas categorías específicas de activos, bajo condiciones bien definidas. Una de las condiciones más importantes es la que establece que debe notificarse adecuadamente a los terceros que pudiesen verse afectados. La doctrina de los derechos de garantía establece la notificación a través de medios tales como la inscripción. El derecho de las organizaciones requiere la notificación a través de la asignación de derechos prioritarios sólo sobre los activos tenidos por una entidad legal.

VI. LOS BENEFICIOS DE LA SEPARACIÓN DEFENSIVA DE ACTIVOS

La separación defensiva de activos limita la exposición de los activos personales de los beneficiarios de una empresa, frente a los acreedores del negocio. A diferencia de la separación afirmativa de activos, no es esencial para la existencia de una empresa como entidad que celebra contratos independientemente . Por ejemplo, *el general partnership* es de acuerdo a nuestra tradición jurídica una entidad legal, aunque sus beneficiarios –los socios colectivos– no gozan de ninguna protección legal con respecto al régimen de responsabilidad solidaria. Sin embargo, incluso si la separación defensiva de activos no es esencial para la creación de una entidad legal, cumple una variedad de funciones importantes para muchas entidades legales y sus beneficiarios.

En contraste con la separación afirmativa de activos que, en general, adopta una forma única, observamos muchos grados en la separación defensiva de activos. Esta diversidad va, como señalamos en la Sección III, desde su inexistencia en las general partnerships hasta una exclusión total de derechos («responsabilidad limitada» convencional) en la mayoría de tipos corporativos, con muchos intermedios entre estos extremos (e incluso más en el pasado). Como lo sugiere dicha diversidad, la separación defensiva de activos tiene costos así como beneficios, y a veces dichos costos y beneficios se encuentran en cercano balance.

Los costos de la separación defensiva de activos derivan principalmente de las posibilidades que ésta crea para que los beneficiarios de la empresa actúen de manera oportunista con respecto a los acreedores del negocio. Si el crédito solicitado para el negocio excede sustancialmente el valor de los activos de la empresa, entonces la responsabilidad limitada crea un incentivo para que los propietarios de la empresa desvíen o alejen el valor de los acreedores de la empresa mediante cualquier medio, como por ejemplo evadiendo el esfuerzo prometido, invirtiendo excesivamente en proyectos riesgosos o, simplemente, retirando activos de la empresa anticipándose a una situación de insolvencia.

Por otro lado, los beneficios de la separación defensiva de activos son varios. Algunos de estos beneficios han sido bien estudiados por la literatura existente[40]; otros no. Examinaremos brevemente los beneficios más importantes.

[38] Como un asunto histórico, debe ser tenido en cuenta que la doctrina de los derechos de garantía es un desarrollo del derecho relativamente reciente y localizado. En los Estados Unidos, donde dicho ordenamiento jurídico se encuentra más desarrollado, se expandió hasta aproximarse a su alcance actual sólo con el advenimiento, a mediados del siglo XX, del *Uniform Commercial Code*. La mayoría de formas contemporáneas del derecho de las organizaciones son sustancialmente más antiguas, habiendo surgido incluso cuando la doctrina de los derechos de garantía se encontraba mucho menos desarrollada y era incluso menos útil de lo que es ahora como una aproximación alternativa a la separación de activos.

[39] Véase HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reinier. «The Unity of Property Rights» (2000)

[40] Véase, i.e., HALPERN, TREBILCOCK & TURNBULL, «An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law», 30 U. TORONTO L.J. 117, 148-49 (1980); EASTERBROOK & FISCHEL, «Limited Liability and the Corporation», 52 U. CHI. L. REV. 89 (1985); WOODWARD, «Limited Liability in the Thory of the Firm», 141 J. INSTITUTIONAL & THEORETICAL ECON. 601. (1985).

A. Economías de monitoreo

Para comenzar, los límites de responsabilidad crean economías de monitoreo similares a las generadas por la separación afirmativa de activos. Así, como la separación afirmativa de activos permite a los acreedores de la empresa enfocar su atención principalmente en los activos de la empresa, la separación defensiva de activos permite a los acreedores personales de los beneficiarios de la empresa enfocarse principalmente en los activos personales de los beneficiarios de la empresa. Desde la perspectiva de los dos grupos de acreedores, la separación defensiva y afirmativa de activos es en muchos aspectos, simétrica: la separación afirmativa de activos es «defensiva» con respecto a los derechos de los acreedores personales, y la separación defensiva de activos es «afirmativa» con respecto a los derechos de los acreedores personales.

La separación defensiva de activos también genera potenciales economías de monitoreo para los beneficiarios de las empresas, análogas a aquellas generadas por la separación afirmativa de activos. La separación afirmativa protege a los beneficiarios de las reducciones del valor de la empresa que de otro modo resultarían por la quiebra de un co-beneficiario. La separación defensiva va más allá. Ésta protege a los beneficiarios de la responsabilidad personal por la quiebra de la empresa inducida por la quiebra de otros co-beneficiarios. También aísla a los beneficiarios de las fluctuaciones del valor de la empresa que, de lo contrario, resultarían de las fluctuaciones de las finanzas personales de los beneficiarios. Sin estas protecciones los beneficiarios podrían, como nos lo recuerdan Easterbrook y Fischel, tener interés en monitorear no solamente los activos y los pasivos de su sociedad anónima, sino también los activos y pasivos de los demás accionistas[41].

No es sólo la responsabilidad limitada convencional la que genera las economías de monitoreo a las que nos hemos referido. Modelos más débiles de separación defensiva de activos –como la responsabilidad múltiple de los accionistas, o la responsabilidad a prorrata de los accionistas[42]– también producen dichas economías, aunque en menor grado.

B. Economías en la toma de decisiones

Más allá de economizar en costos de monitoreo, la separación defensiva de activos también desempeña funciones que no tienen paralelo en el contexto de la separación afirmativa de activos. La principal de dichas funciones es la de reducir los costos de dirección de la empresa.

Una manera en que la separación defensiva de activos puede reducir los costos de dirección es disminuyendo los costos de la toma de decisiones en una empresa –una sociedad anónima por ejemplo– en la que muchos beneficiarios comparten el derecho legal de controlar las políticas de la empresa y/o elegir a sus administradores. La responsabilidad limitada asegura que todos los beneficiarios experimenten proporcionalmente las mismas pérdidas y ganancias de las políticas que asuma la empresa, sin importar su identidad o sus activos. En consecuencia, la responsabilidad limitada otorga a estos beneficiarios un interés económico homogéneo sobre las decisiones de la empresa, que facilita enormemente la toma colectiva de decisiones[43]. Es de anticipar que formas más débiles de la separación defensiva de activos reduzcan los costos de dirección de manera similar. Por ejemplo, la responsabilidad a prorrata de los accionistas homogeniza las preferencias de los accionistas tan efectivamente como lo hace la responsabilidad limitada plena mientras que los accionistas sean capaces de cubrir los costos de su responsabilidad. Por otro lado, en completa ausencia de la separación defensiva de activos, los beneficiarios –como los socios en una general partnership– deben seleccionar a algunos de sus co-beneficiarios que tengan activos y preferencias de riesgo similares o afrontar significativos costos de negociación.

C. Reduciendo costos de agencia

Una segunda forma en que la separación defensiva de activos puede reducir los costos de dirección es trasladando parte de la carga de monitorear a los administradores de la empresa, de los beneficiarios de la empresa a los acreedores de la misma. Ésta es una ventaja particularmente importante de la

[41] Véase EASTERBROOK y FISCHEL, *supra*.

[42] Véase HANSMANN y KRAAKMAN, «Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts», 100 YALE L. J. 1879-1934 (1991) (explora la regla de la responsabilidad a prorrata).

[43] Para un argumento relacionado concerniente a las virtudes de tener un impuesto a la renta corporativo que esté claramente separado de la responsabilidad tributaria personal de los accionistas de la sociedad, véase LEVMORE, Saul & Hideki KANDA. «Taxes, Agency Costs, and the Price of Incorporation», 77 VIRGINIA L. REV. 211-56 (1991). Sobre la importancia de la homogeneidad del interés entre los que generalmente comparten la propiedad de las empresas, véase HANSMANN, Henry, «The Ownership of Enterprise» (1996).

responsabilidad limitada plena en empresas que, como es el caso de la mayoría de personas jurídicas listadas, son administradas por gerentes profesionales.

En efecto, la responsabilidad limitada permite a la empresa enrolar a sus acreedores como supervisores. Si los acreedores saben que tienen derecho sólo a los activos de la empresa, ellos estarán más dispuestos que de lo contrario a examinar de cerca –tanto antes como después de la extensión del crédito– las probables fortunas de la empresa y el comportamiento de los administradores de la empresa. El acreedor-supervisor resultante puede ser a menudo un complemento útil del monitoreo realizado por los beneficiarios de la empresa, incluso cuando estos beneficiarios por sí mismos pueden supervigilar de manera medianamente competente. Los acreedores pueden tener acceso a información diferente a la que los beneficiarios tienen acceso y pueden tener también diferentes formas de influir sobre los administradores. Pero la supervisión de los administradores por parte de los acreedores tiende a tener eficiencias significativas cuando los beneficiarios se encuentran en una mala situación para monitorear a los administradores de la organización, como en el caso de los accionistas pasivos en la mayoría de las grandes sociedades anónimas. En éstas últimas, los acreedores importantes pueden ser mucho mejores supervisores sobre toda la administración y la responsabilidad limitada les da incentivos para hacer uso de esta capacidad –por la cual, por supuesto, ellos obtendrán un precio de los beneficiarios de la empresa, incluido en el costo del crédito otorgado.

En contraste con los demás beneficios de la separación defensiva de activos, la fuerza de la separación importa mucho en esta ocasión. La responsabilidad limitada plena es un incentivo confiable para los acreedores; formas más débiles de la separación defensiva, como la doble responsabilidad y la responsabilidad a prorrata, dan a los acreedores mucho menos incentivos para monitorear, mientras los beneficiarios de la empresa sean solventes. Lo mismo es aplicable al siguiente beneficio que analizamos.

D. Economías de cobro

Un tercer beneficio, que comúnmente se señala como justificación de la responsabilidad limitada en las sociedades anónimas listadas, es que los costos de obtener y cobrar fallos personales contra los activos personales de los propietarios de la empresa consumiría gran parte del monto cobrado –tan altos que la responsabilidad personal sería ineficiente, en el sentido de que los accionistas estarían mejor pagando más ex ante por el crédito a cambio de una garantía de que los acreedores no les cobrarán personalmente.

Sin duda hay algo de verdad en esto, aunque probablemente ésta haya sido exagerada. Las corporaciones con numerosos accionistas que tenían responsabilidad ilimitada por las deudas impagas de la empresa fueron relativamente comunes en el siglo XIX y a comienzos del siglo XX, y los procedimientos para cobrar fallos personales contra sus propietarios eran, al menos en algunos contextos, desarrollados hasta el punto en que los costos de transacción de cobrar eran evidentemente manejables[44].

E. Economías de transferencia

Comúnmente se señala que la responsabilidad limitada facilita la transferencia de acciones de una organización como la sociedad mercantil. Este punto, que es indudablemente correcto, está muy relacionado a las economías de monitoreo y dirección ya señaladas. Como asunto práctico, los mercados de titularidades no tenderán a formarse salvo que los negociantes puedan separar el valor de dichas acciones de sus propios activos personales y de los activos personales de otros beneficiarios. Obviamente, la responsabilidad limitada permite dicha separación. Sin embargo, las formas más débiles de separación defensiva de activos pueden lograr dicha separación en grados variables, lo que está evidenciado por ejemplos históricos de sociedades mercantiles cuyas acciones se transferían libremente bajo regímenes de responsabilidad múltiple o responsabilidad a prorrata de los accionistas[45].

F. Economías de asignación de riesgo

Finalmente, el compartir el riesgo provee una potencial racionalidad fundamental para la separación defensiva de activos. Es importante distinguir entre dos maneras de asignar el riesgo. La primera es compartir el riesgo entre los acreedores de la empresa y sus

[44] MACEY & MILLER, nota 10, *supra*.

[45] Véase HANSMANN & KRAAKMAN, nota 42 supra; MACEY & MILLER, nota 10 *supra*; GROSSMAN, Peter, «The Market for Shares of Companies with Unlimited Liability: The Case of American Express», 24 J. LEGAL STUDIES 63 (1995); WEINSTEIN, Mark, «Limited Liability in California» (University of Southern California, Noviembre 1999).

beneficiarios. La responsabilidad limitada, la forma más extrema de separación defensiva de activos, tiene la importante ventaja de que, al poner un mayor o menor monto de capital en la empresa, el balance entre el riesgo soportado por los beneficiarios y el riesgo soportado por los acreedores de la empresa puede regularse dentro de un amplio rango. Las formas más débiles de separación defensiva, establecen un mayor soporte del riesgo por parte de los beneficiarios.

La segunda manera de asignar el riesgo es hacerlo entre los mismos beneficiarios. Una regla matriz de responsabilidad solidaria (es decir, en la que no hay separación defensiva de activos) otorga a los beneficiarios poco control sobre su exposición al riesgo. El grado de control disponible se incrementa progresivamente mientras se emplean formas más fuertes de separación defensiva .

G. La evolución de la separación defensiva de activos

Como lo demuestra la discusión previa, la separación defensiva de activos ofrece varias eficiencias y sólo una de aquellas –la reducción de los costos de monitoreo– tiene un paralelo directo con una eficiencia de la separación afirmativa de activos. Muchas de estas eficiencias pueden obtenerse con limitaciones más débiles a la responsabilidad de los beneficiarios, como la responsabilidad múltiple y la responsabilidad a prorrata. Esto puede explicar el complejo patrón evolutivo que la separación defensiva de activos ha seguido durante los dos siglos pasados.

A finales del siglo XIX, una variedad de formas intermedias de separación defensiva de activos era de uso común, incluidas todas las formas descritas en la Sección III –responsabilidad a prorrata, responsabilidad múltiple y responsabilidad limitada por garantía. Hoy día estas formas intermedias han caído en desuso[46], sólo dejando las reglas de los extremos –por un lado, la responsabilidad limitada plena, y la responsabilidad ilimitada, personal y solidaria por el otro. Más aún, el espacio entre estos dos extremos ha crecido como resultado de recientes cambios en las reglas sobre quiebras y de leyes de partnerships en Estados Unidos. Estos cambios aumentan la prioridad de los acreedores del *partnership* frente a los personales sobre los activos personales de los socios y también incrementan la dimensión efectiva del derecho que los acreedores del *partnership* tienen sobre los activos personales de los socios individuales.

Una posible razón para esta evolución descansa en los mecanismos desarrollados para controlar el oportunismo de parte de los accionistas de sociedades, que logran que la responsabilidad limitada plena que caracteriza a las sociedades anónimas se encuentre a disposición de un mayor número de firmas. Estos mecanismos incluyen, por ejemplo, estándares de contabilidad mejorados, más transparencia en la revelación de información, servicios de clasificación de créditos más sofisticados y otros mecanismos de monitoreo institucional. Incluyen también formas más especializadas de regulación, como el seguro de depósito obligatorio y la supervisión financiera federal impuesta sobre la mayoría de instituciones bancarias de los Estados Unidos.

Una segunda razón se apoya en el incremento de la disponibilidad de la sociedad anónima y otros tipos societarios con responsabilidad limitada para pequeñas empresas. Hasta bien entrado el siglo XX, la sociedad anónima estaba diseñada casi exclusivamente para empresas de gran escala, y no se acomodaba a los tipos de arreglos especializados (como los convenios de votación de los accionistas y las restricciones a la libre transferibilidad de las acciones) necesarios en las pequeñas empresas. Las pequeñas empresas estaban efectivamente restringidas a ser partnerships, incluso aquellas empresas que hubieran de otro modo elegido tener responsabilidad limitada. Entonces, tenía sentido aplicar a las partnerships una forma intermedia de separación defensiva de activos (otorgando prioridad a los acreedores personales sobre los activos personales) como un punto intermedio: ésta permitía a los propietarios de una empresa otorgar en garantía sus activos personales a los acreedores de la empresa cuando era lo más eficiente, lo que comúnmente ocurría, pero establecía al menos cierta capacidad de aislar las operaciones financieras personales del individuo de las vicisitudes de las empresas en las que hubiere invertido. Sin embargo, en el transcurso del siglo XX, la sociedad anónima se volvió lo suficientemente flexible como para facilitar las necesidades especiales de las pequeñas empresas. El resultado fue que una empresa de cualquier magnitud podía elegir

[46] La compañía limitada por garantía aún es utilizada en algunas jurisdicciones del Commonwealth, pero es casi de uso exclusivo para formar entidades sin fines de lucro de la clase de las formadas en los Estados Unidos bajo las disposiciones relativas a sociedades sin fines de lucro, que no existen en el Reino Unido.

libremente entre una regla de responsabilidad limitada (mediante la constitución de una sociedad anónima –o, hoy en día, también como una sociedad de responsabilidad limitada o un fideicomiso comercial estatutario) y una regla de responsabilidad ilimitada (mediante la constitución de un *partnership*). La necesidad de una forma convencional de separación defensiva de activos ha desaparecido, y ahora tiene sentido ofrecer a aquellos propietarios de empresas que deseen otorgar en garantía sus activos personales a los acreedores de la empresa, libertad absoluta para hacerlo.

VII. ¿ES NECESARIO EL DERECHO PARA LOGRAR UNA SEPARACIÓN DEFENSIVA DE ACTIVOS?

Siendo que la separación defensiva de activos más fuerte –la responsabilidad limitada– es evidentemente eficiente para la mayoría de empresas, queda pendiente preguntar si es que el derecho de las organizaciones es necesario para establecer esta forma de separación de activos, como lo es para establecer la separación afirmativa de activos.

A. Estableciendo responsabilidad limitada mediante contrato

En ausencia del derecho de las organizaciones, la regla presumiblemente sería la responsabilidad solidaria de los beneficiarios de la empresa, del tipo más o menos que se establece en *el general partnership* contemporánea (posterior al año 1978). Esto es así porque, mientras los beneficiarios mantengan un mínimo grado de control sobre los administradores de la empresa (o sean ellos mismos los administradores), los administradores serán considerados agentes de los beneficiarios y las reglas de agencia harán, por lo tanto, a cada beneficiario personalmente responsable por todas las deudas de la empresa.

¿El derecho de las organizaciones es necesario para revertir esta consecuencia y permitir el establecimiento de la responsabilidad limitada u otras formas de separación defensiva de activos? Para precisar la pregunta, supongamos que existe una estructura de derecho organizacional que permitiera la separación afirmativa de activos, pero no estableciera la separación defensiva de activos. Esto es, supongamos que el único tipo de entidad legal posible fuere la moderna general partnership. ¿Qué tan difícil podría ser establecer la responsabilidad limitada, u otras formas de separación defensiva de activos en una general partnership utilizando sólo las herramientas contractuales?

Para lograr esto, sería necesario que el partnership incluya en los contratos con todos sus acreedores, disposiciones mediante las cuales el acreedor renuncia a todo derecho de actuar contra los activos personales de los socios con respecto a cualquier pretensión que tenga por fin satisfacer obligaciones del negocio. Esto podría involucrar altos costos de transacción, al menos si se quisiera extender esto a todos los acreedores de la empresa, incluyendo a los acreedores comerciales más pequeños. Mientras que podría no ser difícil redactar el texto necesario para las renuncias, podría ser costoso inducir a todos los acreedores e incorporar las renuncias en sus contratos con la empresa –particularmente en el caso de los pequeños comerciantes que utilizan contratos modelo o facturas propias que no incluyen dicha renuncia.

Por otro lado, incluso en el peor escenario, estos costos de transacción serían de menor magnitud que los costos de transacción necesarios para establecer la separación afirmativa de activos mediante contratos, descritos anteriormente. No sería necesario modificar los contratos entre los beneficiarios y todos sus acreedores personales, ni tampoco enfrentar el *moral hazard* asociado con dicha contratación.

Más aún, los costos de transacción de establecer la responsabilidad limitada mediante contratos podrían ser modestos si los acreedores y las cortes estuvieran dispuestos a reconocer un convencionalismo por medio del cual se sobreentienda que los beneficiarios no tienen ninguna responsabilidad personal cuando la empresa utiliza el término «limitada» después de su nombre en el contrato que celebra. En ese caso, los costos de transacción de adoptar la responsabilidad limitada serían casi tan bajos como lo son bajo las reglas de la sociedad anónima. De hecho, ésta era la propuesta que se adoptó en Inglaterra antes que a mediados del siglo XIX, el Parlamento adoptara la legislación que establecía la limitación de la responsabilidad personal de los accionistas de las *joint stock*

companies[XIX] [47]. Miéntras consideremos que el «derecho de las organizaciones» incluye la disposición de las cortes a aceptar un convencionalismo que establezca que en el hecho de que el término «limitada» aparezca luego del nombre de una organización, es suficiente para notificar a los acreedores de que los dueños de la organización tienen responsabilidad limitada, entonces el derecho de las organizaciones seguirá siendo importante en la constitución de entidades legales con responsabilidad limitada soportando niveles razonables de costos de transacción. Los convencionalismos mediante los cuales se opone la responsabilidad limitada de los beneficiarios a los acreedores, pueden o no ser establecidos por el derecho positivo; lo esencial es que estos acuerdos sean reconocidos por las cortes.

En suma, mientras el derecho de las organizaciones juega el rol de reducir los costos de transacción de establecer la separación defensiva de activos, este rol es mucho menos importante que el que juega en la separación afirmativa de activos. Esta última, a diferencia de la primera, generalmente sería imposible de establecer sin el derecho de las organizaciones. Este punto esencial ha sido perdido de vista por los académicos contemporáneos que, al reconocer que la responsabilidad limitada puede ser establecida mediante contratos, concluyen que el derecho corporativo en general no hace más que evitar costos de contratación innecesarios al ofrecer términos de aplicación supletoria.[48] Id. at 506 . Nuestro argumento aquí es que, cuando se trata de establecer la separación afirmativa de activos, las partes no podrían «hacerlo sólo si es necesario» con medios contractuales en el supuesto de que no existiese el derecho de las organizaciones y que la «utilidad primaria del derecho corporativo» se encuentra en dicha separación de activos. (La declaración de Posner puede considerarse precisa si se está asumiendo que, si no existiera el derecho societario, las partes podrían recurrir a la moderna doctrina sobre partnerships y obtener la separación afirmativa de activos de esa manera, construyendo lo que faltara mediante la contratación).

B. El derecho de las organizaciones versus el derecho de la responsabilidad civil extracontractual

Aunque en cierta medida la respuesta a la pregunta sobre si el derecho de las organizaciones es importante para limitar la responsabilidad personal de los beneficiarios frente a los acreedores contractuales de la empresa es cuestión de interpretación, no hay duda que el derecho de las organizaciones es esencial para proteger a los propietarios de una organización de la responsabilidad personal extracontractual frente a las víctimas. Casi por definición, las disposiciones contractuales básicas son insuficientes para establecer dicha protección.

Sin embargo, decir que el derecho de las organizaciones es esencial por la creación de la responsabilidad limitada en casos de responsabilidad civil extracontractual, no es decir que el derecho de las organizaciones sirve a un propósito esencial de aumento de eficiencia al establecerla. La doctrina de la responsabilidad limitada en casos de responsabilidad civil extracontractual es una doctrina de muy dudosa eficiencia. Las víctimas no tienen control sobre el tipo de entidad legal que les causa el daño. En consecuencia, hacer que la suma recuperada por una víctima de responsabilidad civil extracontractual dependa de la forma legal de la organización es permitir la externalización de los costos de los accidentes y evidentemente, la elección del tipo de entidad legal estará determinada en gran parte por el deseo de buscar dicha externalización.

[XIX] Nota del Traductor: Las *joint stock companies* son empresas que no se han constituido formalmente pero tienen un capital representado por acciones.

[47] Véase, e.g., SMART, Michael, «On Limited Liability and the Development of the Capital Markets: An Historical Analysis», UNIVERSITY OF TORONTO LAW AND ECONOMICS WORKING PAPER WPS-70 (1996) en 5 & n.5. Antes de la promulgación de la Ley Inglesa de Responsabilidad Limitada de 1855 que establecía la responsabilidad limitada para las corporaciones inglesas, se sostenía que una cláusula estándar de 'responsabilidad limitada' insertada en todos los contratos de las *joint stock companies* era vinculante, *Hallet v. Dowdall*, 21 LJQB 98 (1852), aunque la simple inserción de dicha cláusula en una escritura de asociación no vincularía a los acreedores incluso aunque hubieran sido expresamente notificados de ello, *Re Sea, FIRE & Life Insurance Co*, 3 De G M & G 459 (1854).

[48] Por ejemplo, Posner supra nota 16, señala que: «[Dejando de lado preguntas sobre responsabilidad civil extracontractual [Nota del Traductor: tort liability] , la utilidad primaria del derecho corporativo es la de proveer un conjunto de términos contractuales implícitos estándar aplicables, por ejemplo, al crédito, para que así las empresas no tengan que estipular estos términos cada vez que realicen transacciones, aunque podrían hacerlo si fuera *necesario*. Cuando los términos implícitos que establece el derecho corporativo reflejan precisamente los deseos normales de las partes transaccionales, éstos reducen los costos de las transacciones.... Un derecho corporativo que esté alejado de las realidades [comerciales], y que así induce a las partes contratantes a redactar renuncias de las disposiciones contractuales proporcionadas por el derecho, es ineficiente porque impone costos de transacción innecesarios».

Así, mientras que el uso intencional de un determinado tipo de entidad para limitar la responsabilidad contractual tiene sentido, permitir el uso intencional de un tipo corporativo para limitar la responsabilidad extracontractual no tiene sentido. Por supuesto, si la responsabilidad ilimitada de los accionistas en supuestos de daños causados extracontractualmente promoviera graves ineficiencias en el precio de las acciones negociables de la compañía, o si lograr cobrar indemnizaciones, por sobre la responsabilidad de la empresa, de numerosos accionistas fuera necesariamente un proceso muy costoso, entonces la responsabilidad limitada en casos de responsabilidad civil extracontractual estaría justificada, al menos en el caso de sociedades cuyas acciones se negocian públicamente, como una lamentable necesidad. Pero éste no parece ser el caso. Una forma mucho más débil de separación defensiva de activos para la responsabilidad civil extracontractual de las sociedades –es decir, una regla de responsabilidad ilimitada a prorrata de los accionistas– protegería adecuadamente la negociabilidad de las acciones de la sociedad anónima sin permitir que los accionistas externalicen los costos de la responsabilidad civil extracontractual de la misma[49].

De hecho, la responsabilidad limitada en casos de responsabilidad civil extracontractual es un accidente histórico, de repente instigado en gran parte por la singularidad de que, durante la etapa formativa del derecho societario en el siglo XIX y comienzos del siglo XX, la responsabilidad civil extracontractual era suficiente para quebrar una sociedad anónima. El creciente uso de la sociedad anónima en pequeños negocios, junto con el reciente surgimiento de responsabilidad civil extracontractual por daños al medio ambiente, por riesgos en el centro de trabajo y por productos dañinos, sugiere que el asunto debe ser revisado –como hemos señalado en extenso en otro lugar[50].

VII. ¿EL DERECHO DE LAS ORGANIZACIONES CUMPLE OTRAS FUNCIONES ESENCIALES?

Hemos visto que la separación afirmativa de activos es una función esencial del derecho de las organizaciones, en el sentido de que las empresas no podrían lograr este atributo, de manera práctica, si no existiese el derecho de las organizaciones. La separación defensiva de activos es también una función útil del derecho de las organizaciones, aunque si es o no esencial es un tema de interpretación. Queda preguntarse si el derecho de las organizaciones cumple también con otras funciones esenciales.

La pregunta cobra importancia debido a la reciente evolución del fideicomiso comercial, como lo demuestra la Ley del Fideicomiso Comercial de Delaware. Dicha ley establece tanto la separación afirmativa de activos como la separación defensiva de activos –la última en la forma de responsabilidad limitada plena como la de las sociedades anónimas. Sin embargo, deja virtualmente todos los demás aspectos de la estructura de la organización abiertos. Así, permite la formación de estructuras jurídicas de responsabilidad limitada con la deseada designación de beneficiarios y con cualquier asignación de los derechos de control y derechos sobre los frutos imaginable. Incluso parece posible formar una sociedad sin fines de lucro bajo dicha ley[51]. Si existe esta estructura tan maleable, ¿por qué Delaware necesita otras estructuras? ¿Las demás estructuras legales para los otros tipos societarios –incluyendo a las sociedades mercantiles, sociedades de responsabilidad limitada, sociedades sin fines de lucro, sociedades cooperativas, *general partnerships y limited partnerships*– son meramente conveniencias que cumplen la misma función que las cláusulas tipo en los contratos privados, o tienen un rol más relevante al permitir la formación de diferentes tipos de empresas que a falta de ellas no podrían ser creadas, de manera práctica, mediante contratos?

Para contestar esta pregunta, existen dos conjuntos de funciones desarrollados por el derecho de las organizaciones que deben ser

[49] Una regla de responsabilidad a prorrata necesitaría estar acompañada por la subordinación de los demandantes por responsabilidad civil extracontractual a los acreedores contractuales en el caso de quiebra de la sociedad, para mantener el valor de los derechos contractuales independientes del patrimonio personal de los accionistas. Véase HANSMANN & KRAAKMAN, *supra* nota 42, en 1901-2.

[50] Véase HANSMANN y KRAAKMAN, *supra* nota 42.

[51] Para crear una entidad sin fines de lucro, los administradores de la firma y cualquier beneficiario que ejerza derechos de control, deben ser capaces de comprometerse irrevocablemente a no distribuirse a sí mismos los ingresos netos de la entidad, mientras esté vigente la misma o durante la disolución. Esto no sólo es permitido por la ley, sino está expresamente contemplado por ella. DELAWARE BUSINESS TRUST ACT, DEL CODE ANN. tit 12, § 3801(a) (1996).

considerados. El primero involucra aspectos del derecho de las organizaciones diferentes a la separación afirmativa de activos, que facilitan la contratación entre la empresa y sus acreedores. El segundo involucra aspectos del derecho de las organizaciones que dirigen las relaciones entre los beneficiarios de la empresa y los administradores. Trataremos estos dos conjuntos de funciones a continuación.

A. Facilitando la contratación con acreedores

En principio, una razón para tener múltiples tipos de entidades legales es que los acreedores podrían dar relevancia a otros aspectos de dichos tipos, dejando de lado la separación de activos. Particularmente, el control que los beneficiarios pueden ejercer sobre la empresa y la facilidad con la que los beneficiarios pueden retirar sus activos de la misma, son pasibles de afectar la solvencia crediticia de la empresa. Así, podría pensarse que el tipo de entidad legal elegida podría ser usado como un medio para mostrar a los acreedores de la empresa, los poderes de los beneficiarios de la empresa con respecto a éstos asuntos. Así, el tipo de entidad legal elegido puede en efecto servir como un medio por el cual los beneficiarios de la empresa se obligan frente a los acreedores de la empresa a no llevar a cabo conductas oportunistas que de otro modo serían posibles.

No resulta, sin embargo, aparente que el establecer vínculos con los acreedores respecto a dichos aspectos de la estructura de la organización sea una función importante de los tipos de entidad legal. A diferencia del acceso a los activos vinculantes con respecto a la separación de activos, rara vez los derechos de control interno y los derechos que los beneficiarios y administradores ejercen sobre los frutos son escogidos teniendo en cuenta la protección contra los acreedores. Así, por ejemplo, los beneficiarios no escogen entre una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada, o entre una sociedad sin fines de lucro y una cooperativa, con el propósito de obtener un mejor acceso al crédito. Mientras que dichos tipos societarios se diferencian en aspectos importantes con relación al control y a los derechos de retirar activos por parte de los beneficiarios y los administradores, hay poca evidencia de que alguno ofrezca acceder al crédito más fácilmente que otro.

En suma, aunque no exploramos este asunto profundamente, la separación de activos básica del derecho de las organizaciones no sólo tiene un rol vital, sino aparentemente es el único rol vital que el derecho de las organizaciones juega en la contratación con los acreedores de la empresa.

B. Derechos y obligaciones de los beneficiarios de una empresa

Los beneficiarios de una empresa tienen gran interés en muchos aspectos de su relación con ella y entre ellos mismos. Además de los elementos de los tipos de entidades legales que sirven para establecer la separación de activos, el derecho de las organizaciones proporciona al menos siete grandes características de los tipos de entidades legales, que algunas veces se mencionan como fundamentales para su funcionamiento. Examinaremos cada una de ellas.

1. La estructura del control

Una característica fundamental es la estructura legal del control de la empresa. Por ejemplo, ¿la función de administración ha sido delegada, como en las sociedades anónimas, o es ejercida por los beneficiarios, como en los *partnerships*? Si la administración ha sido delegada, ¿es elegida por los beneficiarios en elecciones periódicas; o es nombrada una vez y para siempre como en algunos fideicomisos comerciales y en la mayoría de limited partnerships?

Aunque estos aspectos pueden ser centrales en una empresa, pueden fácilmente ser obtenidos mediante la celebración de contratos entre los beneficiarios de la empresa y entre los beneficiarios y los administradores –por ejemplo, mediante el pacto social y estatuto de la sociedad u otros documentos de constitución de la misma.

2. Derecho de separación[xx]

Una segunda característica básica se refiere a los derechos de separación de los beneficiarios: ¿pueden los beneficiarios retirar su interés económico a prorrata y, si pueden hacerlo, cuándo pueden ejercer sus derechos de separación? Este tipo de cuestiones involucran aspectos de la empresa como los derechos a los dividendos, a la disolución, a la valorización de los aportes y a la redención.

Como en el caso de los derechos relativos al control, éste es un aspecto que puede ser fácilmente obtenido mediante la celebración de contratos entre los beneficiarios de la empresa –como vemos, por ejemplo, cuando las entidades contemplan derechos especiales

[xx] Nota del Traductor: para mejor referencia, los autores utilizan el término *withdrawal rights*.

sobre los dividendos y prioridades en caso de liquidación para distintas clases de accionistas en su estatuto.

3. Transferibilidad

Una tercera característica es la transferibilidad de los derechos de los beneficiarios de la empresa. Tampoco parece que sea problemático conseguirlo contractualmente. En general, puede lograrse que los derechos derivados de los contratos sean cedibles bajo el derecho contractual. Y el documento de constitución de la empresa –es decir, el contrato entre los beneficiarios– puede disponer que los derechos de los beneficiarios sean libremente transferibles, siendo que los sucesores toman todos los derechos y responsabilidades de sus predecesores.

4. Duración

Una cuarta característica es la duración de la entidad –¿es perpetua o por un período determinado, luego del cual se disuelve? A primera vista, puede parecer que el establecimiento de una vida indefinida que caracteriza a la mayoría de tipos de entidades legales modernos requiere una autorización legal especial. Pero, de hecho, no la necesita. Una asociación en curso de carácter puramente contractual puede ser fácilmente estructurada permitiendo sencillamente la sustitución de los beneficiarios de la asociación mediante la transferibilidad de sus derechos o, de otro modo, permitiendo a los beneficiarios ser constantemente renovados a través de las generaciones mientras que la relación contractual con cada uno de ellos –incluyendo, por ejemplo, el control y los derechos de separación– permanecen relativamente constantes.

5. Deberes fiduciarios

Una quinta característica es la responsabilidad legal de los administradores de la empresa. Para muchos, los deberes fiduciarios establecidos por el derecho de las organizaciones son características esenciales de las entidades legales y su creación y ejecución son aspectos clave del derecho de las organizaciones.

Sin embargo, como los demás aspectos organizacionales examinados, los deberes fiduciarios son esencialmente contractuales y pueden ser fácilmente articulados en las cláusulas del documento de constitución de la entidad. Consideremos, por ejemplo, el deber de lealtad de los administradores. Esencialmente, éste consiste en una promesa por parte del administrador de no celebrar transacciones en interés propio involucrando la propiedad de la empresa y sus expectativas. Dicha promesa –acompañada, de ser necesario, por una definición detallada de qué transacciones se considerarán de interés propio– puede simplemente ser insertada en el documento de constitución de la entidad e incorporada en el contrato de trabajo de cada uno de los administradores. Lo mismo se aplica al deber de diligencia. En efecto, incluso de no existir dichas cláusulas explícitas, el derecho de agencia impondría a los administradores, como regla de aplicación supletoria, los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia, equivalentes a aquellos impuestos por la mayoría de tipos considerados por el derecho de las organizaciones.

6. La naturaleza de los beneficiarios

La sexta característica presente en algunos tipos de entidades legales es la especificación de la naturaleza de los beneficiarios de la entidad. Por ejemplo, el estatuto de una sociedad mercantil generalmente establecen, al menos nominalmente, que la propiedad de la empresa está restringida a personas que aportan capital a la empresa (al comprar acciones). En particular, los votos en la empresa, así como los derechos sobre las ganancias resultantes, son asignados a prorrata de acuerdo al monto de capital invertido en la empresa; la asignación de votos e ingresos sobre la base de otro tipo de transacciones con la empresa –como la cantidad de trabajo o suministros para la empresa, o la cantidad de productos comprados– (nuevamente, al menos nominalmente) no está permitida. En contraste, el estatuto de las cooperativas comúnmente establece lo contrario: la propiedad –es decir, los derechos al voto y a los resultados– deben ser asignados proporcionalmente a todo tipo de transacción con la empresa, sea en la provisión de aportes (incluso trabajo) o comprando productos, con la excepción de que los votos no pueden ser asignados de acuerdo al monto del capital aportado. En otras palabras, como uno de nosotros lo ha señalado en otro lugar, los estatutos de las sociedades mercantiles establecen cooperativas de capital (de prestamistas), mientras que los estatutos de las cooperativas contemplan todos los demás tipos de arreglos cooperativos.[52] Varios otros tipos de entidades legales también especifican qué tipo de

[52] HANSMANN, Henry. «The Ownership of Enterprise» pp. 12-16 (1996).

personas pueden ser beneficiarios. Éstos incluyen normas relacionadas con cooperativas agrícolas especializadas que establecen empresas cuyos propietarios son productores agrícolas, normas sobre mutuales de seguros de vida que establecen entidades cuyos beneficiarios son los titulares de las pólizas de vida, o las disposiciones sobre condominios que establecen la propiedad colectiva de edificios por sus ocupantes. Posiblemente las razones para esta especialización de acuerdo a clases de beneficiarios incluyan: (1) la conveniencia de tener formas estándar a la medida de las necesidades; (2) la utilidad de poner en conocimiento de los beneficiarios –y de las otras partes que contratan con la empresa– a qué intereses responde la empresa; y, (3) evitar los graves problemas de dirección que pueden originarse cuando los beneficiarios de la empresa tienen participaciones heterogéneas en la empresa.

Una vez más, sin embargo, esta no es una tarea que esté fuera de la capacidad de la contratación mediante un estatuto de la entidad, que puede incluir cláusulas especificando la clase de personas que pueden ser admitidas como partes de dicho estatuto.

7. Obligaciones de no distribución

Una característica final de algunos tipos de entidad legal, y la que parece ser más difícil de establecer mediante la celebración de contratos, es la separación formal de los derechos de control sobre la distribución, según la cual aquellos que controlan la empresa están impedidos de apropiarse de las ganancias de la empresa. Dicha separación es un aspecto que define a las entidades sin fines de lucro y del fideicomiso benéfico[53], y que también caracteriza a muchos fideicomisos privados.

Podría pensarse que en una entidad sin fines de lucro o en un fideicomiso caritativo, el obligación de no distribuir está destinada a proteger los intereses de una gran e indefinida clase de potenciales beneficiarios cuya relación con la empresa será primariamente la de donatarios (más que de clientes pagantes) y que las herramientas convencionales del contrato serían inadecuadas para establecer obligaciones con tales características. Existen dos respuestas a dicha preocupación.

En primer lugar, es mucho más adecuado ver la obligación de no distribuir como un mecanismo para proteger a los donantes de la sociedad sin fines de lucro que a los donatarios; los últimos obtienen beneficios de la empresa simplemente porque los primeros quieren que los obtengan. Desde esta perspectiva, el simplemente requerir el consentimiento de los donantes de la organización sin que tal consentimiento pueda ser alterado, es una protección suficiente de la obligación de no distribuir los ingresos. (Para este propósito, probablemente debemos incluir a los clientes pagadores de una entidad sin fines de lucro –como una residencia de ancianos o un hospital– entre los donantes, desde que en cierto sentido son, a la vez, donantes y donatarios).

En segundo lugar, independientemente de que uno piense que la obligación de no distribuir sirve para proteger a los donatarios o sólo a los donantes, los medios contractuales deberían ser suficientes para imponer dicha obligación de manera que sea protegida contra su alteración oportunista. En este extremo, los términos que establecen la obligación de no distribuir pueden ser incluidos en la escritura de constitución de la entidad y protegidos por una regla que requiere acuerdo unánime de las partes contratantes para modificarla. Podría ser imposible, bajo el derecho contractual común, ir más allá y hacer que la obligación de no distribuir sea inmodificable incluso si existe acuerdo unánime. No obstante, el requisito de unanimidad haría que las disposiciones que establecen la no distribución sean inmodificables, prácticamente, cuando los signatarios de la escritura fueren numerosos. Y para tener más protección, un acuerdo de mantener y acatar las disposiciones de no distribución puede ser incluido en los contratos entre la entidad y cada uno de sus donatarios o clientes.

Mientras que estos métodos podrían bastar para crear un equivalente funcional cercano a la entidad sin fines de lucro sin exceder los límites del derecho de propiedad, del derecho contractual y del derecho de agencia, podrían no ser suficientes para crear el equivalente completo de la entidad sin fines de lucro. En la mayoría de estados de los Estados Unidos, es posible y en efecto común, crear entidades sin fines de lucro en las que tanto donantes como beneficiarios no tienen derecho de voto ni el derecho de demandar a los administradores de la organización ya sea directa o indirectamente, resultando que ni donantes ni beneficiarios tienen algún derecho de control sobre los administradores de la

[53] HANSMANN, Henry. «The Role of Nonprofit Enterprise» 89 YALE LAW JOURNAL 835 (1980).

organización. Discutiblemente las herramientas del common law serán inadecuadas para permitir la imposición de obligaciones perpetuas sobre administradores autodesignados que no pueden ser considerados agentes de ninguna de las partes interesadas –debido a la ausencia de control sobre ellos. En este respecto, entonces, las reglas del fideicomiso caritativo y de las sociedades sin fines de lucro añaden algo al derecho, fuera de la separación de activos, que es «esencial» en el sentido empleado aquí: no puede, de manera factible, ser replicado en ausencia del derecho de las organizaciones.

Sin embargo, vale la pena precisar tres puntos. Primero, este aspecto del derecho de las organizaciones está restringido a ciertos tipos de entidades legales que son empleados hoy en día por un pequeño subconjunto de las organizaciones. Segundo, el equivalente funcional de dichas organizaciones puede ser creado sin los especiales aspectos «esenciales» del derecho de las organizaciones tratados en este trabajo. Tercero, los aspectos de las reglas de las organizaciones sin fines de lucro que están en discusión aquí tienen un carácter distintivo similar al derecho de propiedad – característica que comparten con la separación de activos.

C. Términos esenciales versus términos útiles

La discusión precedente busca mostrar que, con la posible excepción de ciertos elementos del derecho de las organizaciones sin fines de lucro, los aspectos del derecho de las organizaciones que no se refieren a la separación de activos no son «esenciales» en el sentido de que es posible encontrar sustitutos en otras reglas del derecho. Sin embargo, no decimos que los elementos del derecho de las organizaciones que no se refieren a la separación de activos son triviales y que podemos prescindir de ellos sin incurrir en costos.

Existen varias maneras en que los tipos estándar de entidades legales pueden reducir los costos de contratación para los beneficiarios de una entidad. Entre ellas: (1) simplificando la redacción del pacto social y estatuto de la entidad; (2) ayudando a evitar confusiones al escoger los detalles de la forma de organización deseada; (3) informando a todas las partes sobre las cláusulas no usuales (al requerir que las cláusulas no usuales, y sólo ellas, sean expresamente establecidas en la escritura de constitución de la organización); (4) proveyendo a los beneficiarios con un dispositivo altamente confiable para vincular los convenios entre ellos con aquellas partes con las que los beneficiarios y la firma contratan; (5) facilitando la eficiente evolución de cláusulas estándar, que son en parte un bien público; y, (6) permitiendo la modificación de las relaciones existentes entre las partes involucradas en una entidad, sin requerir su consentimiento explícito, cuando los arreglos mediante contratos demuestren ser ineficientes.

Estas y otras eficiencias ofrecidas por las varias reglas que rigen a los tipos de entidades legales estándar son importantes. Todo nos hace pensar que reducen significativamente los costos de la actividad comercial. Esto es marcadamente sugerido, a modo de ejemplo, por el hecho de que la mayoría de economías de mercado desarrolladas proporcionan tipos de entidades legales estándar que son similares en sus elementos básicos. Nosotros no sostenemos, por ello, que los aspectos del derecho de las organizaciones que no se refieran a la separación de activos sean superfluos. En cambio, señalamos que las economías involucradas en dichos aspectos no son de la misma magnitud que las involucradas en la separación de activos. Es solamente esta última la que no tiene sustitutos, ni aún a un precio remotamente imaginable, usando las herramientas básicas de los contratos, la propiedad y la agencia.

IX. DESARROLLO HISTÓRICO

Dado el rol crítico del derecho para lograr la separación afirmativa de activos, es natural preguntarse cuándo y dónde, históricamente, evolucionó la separación afirmativa de activos como un aspecto del derecho de las organizaciones. La respuesta a esa pregunta es difícil de responder desde las fuentes convencionales. Mientras que existen extensos trabajos académicos que trazan la evolución de la separación defensiva de activos (en particular, de la responsabilidad limitada)[54], la evolución de la separación afirmativa de activos parece

[54] Véase, por ejemplo, BLUMBERG, *supra* nota 9; WEINSTEIN, *supra* nota 9; MACEY & MILLER, *supra* nota 10; LIVEMORE, «Unlimited Liability in Early American Corporations», 43 J. POL. ECON. 674 (1935); FORBES, «Limited Liability and the Development of the Business Corporation», 2 J. LAW. ECON. & ORG. 163 (1986); ORHNIAL, «Limited Liability and the Corporation» (1982).

haber sido ignorada por la historia legal y económica –presumiblemente sea un reflejo del sorprendentemente bajo nivel de conciencia que generalmente tiene la doctrina sobre la separación afirmativa de activos.

Antes de la aparición de la *joint stock company*, que es en gran medida una criatura de los últimos dos siglos, los *partnerhips* eran el tipo societario que generalmente se usaba en negocios de propiedad conjunta. Entonces, la interesante pregunta histórica es cuándo la separación afirmativa de activos se volvió un aspecto importante del derecho de las *partnerships*[55]. Es posible tener un tipo de partnership que prevea una agencia colectiva sin separación afirmativa de activos. Suponemos que esta es la forma en que primero se desarrolló el derecho de las partnerships y que la separación afirmativa de activos se desarrolló mucho después –quizás en Europa, recién a fines del siglo XVIII o en el siglo XIX, simultáneamente a la evolución y rápida expansión de las empresas mercantiles de gran escala con numerosos copropietarios, que caracterizan a las economías contemporáneas.

Alguna evidencia sugiere que, con anterioridad, las *partnerships* servían principalmente como vehículos para expandir la responsabilidad que permitía a más de un individuo o a una familia actuar como garante (al convertirse en socio) de las deudas incurridas en relación con una empresa comercial. En efecto, la ausencia de la separación afirmativa de activos puede haber tenido ventajas, por ejemplo al permitir que cada socio otorgue los activos de todos sus negocios en garantía de cada actividad individual. La necesidad de la separación afirmativa de activos puede haberse evidenciado recién cuando los negocios crecieron al punto de necesitar un número sustancial de socios, haciendo difícil para los acreedores del negocio verificar la solvencia crediticia de los varios socios del negocio. Dejamos para un futuro trabajo una exploración más profunda de estas cuestiones históricas.

X. CONCLUSIÓN

Hoy día existe una fuerte tendencia a ver al derecho de las organizaciones cumpliendo funciones similares a aquellas típicamente logradas a través del derecho de los contratos: proporcionando un conjunto estándar de reglas supletorias que rigen cuando las partes contractuales no establecen expresamente lo contrario y, quizás, proporcionando también algunas reglas de cumplimiento obligatorio que protegen los intereses de las partes que de otra manera se encontrarían en desventaja en el proceso de contratación. Estas funciones contractuales del derecho de las organizaciones son indudablemente útiles. Sin embargo, no parecen ser esenciales en el sentido de que las entidades modernas no serían factibles si el derecho de las organizaciones no las produjera.

Una función mucho más importante del derecho de las organizaciones es la de definir los derechos de propiedad sobre los que los participantes en una entidad pueden contratar. En esencia, el derecho de las organizaciones es derecho de propiedad, no derecho contractual. El derecho de las organizaciones permite la formación de una garantía flotante sobre el conjunto de activos asociados a una entidad y, a la vez, permite la asignación de dicha garantía al cambiante grupo de acreedores que realiza transacciones con la empresa, mientras que protege los activos frente a los administradores y beneficiarios. Esta forma de separación afirmativa de activos, que juega un rol crucial al permitir la formación de grandes nexos de contratos que son empleados para organizar la mayor parte de la moderna actividad comercial, no podría ser lograda de otra manera. En contraste, la separación defensiva de activos –incluyendo la regla de responsabilidad limitada que es comúnmente celebrada como el logro fundamental del derecho de las organizaciones– parece de importancia secundaria.

[55] Mientras que las *joint stock companies* son de desarrollo relativamente reciente en el derecho angloamericano, las sociedades sin fines de lucro –incluyendo universidades, monasterios, y otras instituciones caritativas– han sido comunes por casi un milenio. Véase, por ejemplo, HANSMANN, Henry. «The Role of Nonprofit Enterprise», 89 YALE L. J., 835 843 n 32. (1980); DAVIS, J. «Corporations» (1961 [1905]). La separación positiva de activos presumiblemente fue siempre un aspecto bien desarrollado de dichas sociedades, haya sido o no pensado concientemente como tal, sin embargo, presumiblemente se dio por sentado que un acreedor de un beneficiario particular no tendría recurso alguno frente a los activos de la sociedad.

ESTUDIO LUIS ECHECOPAR GARCIA

ABOGADOS

UNA TEORÍA SOBRE DEPENDENCIA DE CAMINOS EN PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO*

Lucian Arye Bebchuck** y Mark J. Roe***

¿Por qué si muchas de las diferencias económicas entre los países desarrollados han desaparecido, sus estructuras corporativas continúan difiriendo? Partiendo de esta pregunta los autores desarrollan una teoría sobre la dependencia de estructuras corporativas que contribuye a explicar el por qué de estas diferencias corporativas, y cómo, a pesar de la globalización y las fuerzas que empujan hacia la eficiencia, no debemos esperar que éstas desaparezcan. Así, esta teoría que desafía una visión comúnmente aceptada de convergencia de las estructuras corporativas, analiza el rol jugado por los accionistas con control, las normas corporativas y los grupos de interés en la determinación y mantenimiento de dichas estructuras.

---

* El presente artículo fue originalmente publicado en el Stanford Law Review, Vol. 52, 1999, pp. 127-170, bajo el título: A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. La traducción fue realizada por Javier de Belaunde de Cárdenas, miembro de la comisión de contenido de THEMIS-Revista de Derecho, bajo la supervisión de Camila de Belaunde de Cárdenas, MBA Universidad de Michigan, y del licenciado Manuel Nieto Garriga.

** Profesor William J. Friedman and Alicia Townsend Friedman de Derecho, Economía, y Finanzas de la Facultad de Derecho de Harvard.

*** Profesor *Milton Handler* de Regulación Mercantil, de la Facultad de Derecho de la Universidad de Columbia. Nos beneficiamos con los comentarios de Merrit Fox, Ron Harris, Marcel Kahan, Ehud Kamar, Louis Kaplow, Randy Kroszner, Benjamin Mojuye, Roberta Romano, Reinhard Schmidt, Gerald Spindler, Luigi Zingales, y los participantes de los talleres realizados en Harvard, la Universidad de Frankfurt, la Universidad de Nueva York, la conferencia de 1997 de la Facultad de Derecho de Columbia sobre sistemas convergentes, las reuniones de 1998 de la American Law and Economics Association y el Summer Institute of the Nacional Bureau of Economic Research, y el European Symposium on Financial Markets in Gerzensee de 1999. Por el apoyo económico, Lucian Bebchuk agradece al John M. Olin Center for Law, Economics, and Business de la Facultad de Derecho de Harvard y a la Nacional Science Foundation, y Mark Roe agradece al Columbia Law School Project on Corporate Governance.

INTRODUCCIÓN

La propiedad y el gobierno corporativo difieren entre las economías avanzadas del mundo. Las corporaciones de algunos países tienen propiedad difundida con gerentes firmemente en control, las corporaciones de otros países tienen propiedad concentrada, y aun en otros países, los trabajadores influyen fuertemente en la empresa. Durante el último medio siglo desde la Segunda Guerra Mundial, economías, prácticas en los negocios, y niveles de vida han convergido en Europa occidental, los Estados Unidos y Japón. Pero sus estructuras de propiedad corporativa se han mantenido diferentes, y diferentes grados de concentración de propiedad e influencia de los trabajadores han persistido. ¿Qué explica estas diferencias? ¿Debería esperarse que estas persistan o desaparezcan?

Arrojamos luz sobre las preguntas anteriores mostrando que existen fuentes significativas de dependencia de caminos en los modelos de estructura de propiedad corporativa. Debido a esta dependencia de caminos, el modelo de estructura de propiedad de un país depende en parte, en cualquier punto en el tiempo, de los modelos que tenía en el pasado. Por consiguiente, cuando los países tuvieron estructuras de propiedad diferentes en el pasado —porque pasaban por situaciones diferentes en ese momento, o incluso debido a hechos históricos— estas diferencias podrían persistir posteriormente en el futuro aunque sus economías se hubiesen vuelto muy similares.

En la Parte I, describimos nuestra investigación. ¿Por qué, en oposición al contexto de fuerzas para la convergencia global, las economías avanzadas difieren tanto en sus estructuras de propiedad corporativa? En concreto, nuestro análisis se concentra en una dimensión importante de las diferencias entre los países: si sus corporaciones comúnmente tienen o no a un accionista con el control de la empresa.

Nosotros distinguimos en la Parte I dos fuentes de dependencia de caminos. Una fuente de dependencia de caminos —que hemos denominado dependencia de caminos guiada por la estructura— se ocupa del efecto directo que tienen las estructuras de propiedad iniciales en las estructuras de propiedad posteriores. Mostramos cómo las estructuras corporativas que una economía tiene en un momento dado están influenciadas por las estructuras de propiedad que tuvo en el pasado.

Otra fuente de dependencia de caminos—que llamamos dependencia de caminos guiada por las normas—surge del efecto que tienen las estructuras de propiedad iniciales en las estructuras posteriores, a través de su influencia en las normas legales que rigen a las corporaciones. Por normas corporativas, nos referimos a todas las normas legales que gobiernan la relación entre la corporación y sus inversionistas, accionistas, y gerentes y las relaciones entre estos agentes— no sólo incluyendo al derecho corporativo como convencionalmente se le entiende, sino también al derecho de títulos valores y las partes relevantes de las leyes que gobiernan la insolvencia, las relaciones laborales, y las instituciones financieras. Mostramos que, en sí mismas, las normas corporativas son dependientes de caminos. Las siguientes dos partes del trabajo analizan a su vez estas dos fuentes principales de dependencia de caminos.

La Parte II se ocupa de la dependencia de caminos guiada por la estructura. Aquí analizamos cómo las elecciones de estructura de propiedad corporativa serán influenciadas directamente por las estructuras iniciales que tenía la economía.[1] Con este fin, mostramos cómo las elecciones de estructura de propiedad podrían diferir en dos economías que actualmente tienen normas corporativas idénticas pero que comenzaron con estructuras

[1] Enunciada formalmente, nuestra afirmación es como sigue. Permítanos enunciar con S_1 y R_1, respectivamente, a las estructuras y normas corporativas que una economía tiene al momento T_1, y por S_0 las estructuras que la economía tuvo antes en el momento T_0. Nuestra afirmación es que S_1 estará no sólo en función de R_1, las normas legales que prevalecen en la economía, sino también de S_0, las estructuras corporativas que el país tuvo inicialmente.

de propiedad diferentes. Nosotros identificamos dos razones por las que las estructuras anteriores de propiedad de una economía podrían afectar a las estructuras subsiguientes—una basada en eficiencia y otra en la búsqueda de rentas. Primero, la estructura de propiedad eficiente para una compañía a menudo es dependiente de caminos. Debido a costos hundidos de adaptación, a externalidades de red, complementos institucionales, y múltiples puntos de equilibrio, la eficiencia relativa de las estructuras de propiedad alternativas depende en parte de las estructuras con la que la compañía y/u otras compañías de su entorno comenzaron.

Segundo, las estructuras corporativas existentes también podrían tener poder de persistencia debido a la búsqueda interna de rentas, incluso si dejaran de ser eficientes. Aquellos grupos que participan en el control corporativo bajo una estructura existente podrían tener el incentivo y el poder para impedir cambios que podrían reducir sus beneficios privados de control, pese a que el cambio podría ser eficiente. Por ejemplo, un accionista con control podría elegir no pasar su empresa a una estructura de propiedad difundida porque el cambio reduciría sus beneficios privados del control. Igualmente, los gerentes de una compañía con propiedad difundida, buscando mantener su independencia, podrían elegir impedir que su empresa pase a una estructura de propiedad concentrada, aun cuando el cambio en conjunto sería eficiente. Y en las naciones en las cuales los sindicatos laborales juegan un rol en el control corporativo, los dirigentes sindicales podrían buscar mantener las estructuras que les dan tal poder. Mientras aquellos que pueden bloquear la transformación estructural no asuman por completo los costos de persistencia, o no capturen por completo los beneficios de un cambio eficiente, las estructuras ineficientes ya establecidas podrían persistir. De hecho, todos los cambios potencialmente eficientes tendrían lugar en un mundo puramente Coaseano. Sin embargo, como mostramos, las transacciones que son factibles en nuestro imperfecto mundo Coaseano a menudo no impedirían la persistencia de algunas estructuras ineficientes ya establecidas.

La Parte III se enfoca en la dependencia de caminos guiada por las normas. Argumentamos que las normas legales de un país en cualquier momento, podrían estar fuertemente influenciadas por los modelos de propiedad que el país tenía en el pasado.[2] Identificamos dos razones para la dependencia de caminos de las normas—una basada en eficiencia y la otra en la política de los grupos de interés. Primero, asumiendo incluso que las normas legales sólo se escogen por razones de eficiencia, los modelos de propiedad iniciales influyen en la eficiencia relativa de las normas corporativas alternativas; argumentamos que el grupo de normas que sería eficiente, podría depender del modelo existente de estructuras e instituciones corporativas del país.

Segundo, la dependencia de caminos guiada por las normas podría surgir de la política de los grupos de interés. El modelo inicial de las estructuras corporativas de un país, influye en el poder que varios grupos de interés tienen sobre el proceso de creación de las normas corporativas. Si el modelo inicial proporciona a un grupo de agentes de relativamente mayor riqueza y poder, este grupo tendrá una mejor probabilidad de tener posteriormente normas corporativas que los favorezcan. Las posiciones de ventaja dentro de las empresas se transformarán en posiciones de ventaja en la política de un país. Y este efecto sobre las normas corporativas reforzará los modelos iniciales de estructura de propiedad. Por ejemplo, una vez que un país tenga normas que favorecen a los gerentes y que protegen estructuras de propiedad difundida, estos gerentes tendrán mayor poder político, y este poder a su vez incrementará la probabilidad de que el país continúe teniendo esas normas. Similarmente, una vez que un país tenga normas legales que aumenten los beneficios privados de los accionistas con control y por ende alienten la presencia de tales accionistas, el poder político de los mismos también incrementará la probabilidad de que el país continúe con tales normas.

Mientras que un país tiene un sistema legal por debajo del óptimo debido a la política de los grupos de interés, este nivel podría incentivar a aquellos que establecen compañías en optar por salirse del sistema legal del país a través de disposiciones apropiadas en la escritura de constitución o constituirse en corporación extranjera o inscribirse en el extranjero. En un mundo Coaseano, tales mecanismos podrían llevar a todas las compañías a ser gobernadas por los mismos acuerdos eficientes. Como explicamos, sin embargo, en un mundo

[2] Enunciada formalmente, nuestra afirmación es que R_1, las normas legales que una economía tiene en un momento dado T_1, están en función de S_0, las estructuras corporativas que la economía tuvo inicialmente en T_0.

Coaseano imperfecto, estos mecanismos son imperfectos y no puede esperarse que produzcan tal convergencia rigurosamente.

El enfoque del análisis en las Partes II y III no es sobre la posibilidad de que las estructuras y normas corporativas puedan ser ineficientes—sino sobre la posibilidad que tales estructuras y normas puedan ser dependientes de caminos. Nuestro análisis de la dependencia de caminos difiere de un análisis de posibles ineficiencias en dos sentidos. Primero, estructuras y normas corporativas pueden ser dependientes de caminos y eficientes al mismo tiempo debido a que, como mostramos, la identidad de la estructura o norma corporativa eficiente podría depender de los modelos de propiedad originales de un país. Segundo, aunque otra parte del análisis sí involucra la posibilidad que estructuras o normas corporativas ineficientes pudieran surgir, el enfoque en esta parte del análisis no es sobre la posibilidad de ineficiencia sino sobre el rol jugado por la dependencia de caminos. Alguien podría aceptar que la política de los grupos de interés puede producir normas corporativas ineficientes pero esperar más o menos el mismo tipo de normas ineficientes. Por esta razón, nuestro análisis no se enfoca en la posibilidad que surjan normas ineficientes, sino más bien en demostrar por qué sería probable que surjan de diferentes maneras y a una magnitud distinta en diferentes países, dependiendo de las condiciones iniciales de los países. Por ejemplo, en nuestro análisis de la política de los grupos de interés, nos concentramos en explicar por qué las normas legales ineficientes, resultantes de la política de los grupos de interés, podrían variar entre los países debido a los modelos iniciales de estructuras de propiedad corporativa.

En las Partes II y III, pondremos especial atención a las fuerzas creadas por la creciente globalización. En ambas partes, explicaremos por qué no puede esperarse que las presiones ejercidas por el producto global y los mercados de capitales eliminen la dependencia de caminos.

Mientras nos enfocamos en la dependencia de caminos, también discutimos en la Parte IV otras razones, no enraizadas en la dependencia de caminos, por las cuales las estructuras corporativas podrían variar entre los países y continuar haciéndolo por más tiempo. La dependencia de caminos se enfoca en las razones por las cuales países que son similares en todos los otros aspectos de su economía, podrían seguir difiriendo en sus estructuras corporativas. Sin embargo, economías avanzadas podrían diferir en algunos aspectos relevantes. Diferencias en la naturaleza de empresas y mercados, y en opiniones, cultura, ideología, y orientación política, posiblemente todas hayan impedido, y aún continúen impidiendo, la convergencia de las estructuras corporativas.

La dependencia de caminos, entonces, puede jugar un rol importante en el desarrollo de la propiedad corporativa y las estructuras de gobierno alrededor del mundo. Las fuentes de dependencia de caminos que identificamos pueden explicar por qué (a pesar de la presión de fuerzas poderosas hacia la convergencia, en un mercado cada vez más competitivo y globalizado) las economías avanzadas todavía difieren, en formas importantes, en sus modelos de propiedad y gobierno corporativo. El camino de dependencia identificado también indica que algunas diferencias importantes podrían persistir.

I. EXPLICANDO LAS DIFERENCIAS PERSISTENTES

En esta Parte, describimos nuestra investigación, definimos nuestros términos, describimos a las fuerzas competitivas que podrían verse como reductoras graduales de las diferencias estructurales, y presentamos el problema en el que nos enfocamos: ¿Por qué han persistido las estructuras corporativas diferentes cuando otras tantas diferencias económicas no? Luego identificamos dos fuentes de dependencia de caminos que pueden ayudar a responder esta pregunta.

A. El enfoque de nuestra investigación

Nos concentramos en cómo los países se diferencian en la estructura de propiedad y gobierno de sus corporaciones–esto es, cómo se distribuye la propiedad de las empresas y cómo se distribuye la autoridad entre dueños, directorio, altos ejecutivos y empleados. En concreto, nos enfocamos en la relativa concentración o difusión de la propiedad de las compañías que cotizan en los mercados de valores. Esta dimensión de estructura corporativa es importante porque la presencia o ausencia de un accionista con control afecta sustancialmente la forma en que, y los fines hacia donde, una corporación será dirigida.

En la actualidad, compañías comercializadas en los mercados de valores de los Estados Unidos y el Reino Unido comúnmente tienen propiedad difundida, mientras que las compañías comercializadas en los mercados de valores de otras economías avanzadas

comúnmente tienen un accionista con control.[3] De hecho, mientras que la mayoría de las grandes empresas norteamericanas tienen propiedad difundida, el ochenta y cinco por ciento de las grandes empresas alemanas persisten en tener un gran accionista (usualmente una familia, a veces un financista) poseedor del veinticinco por ciento o más de las acciones con derecho al voto.[4] Y mientras algunos observadores creen que una convergencia corporativa «funcional» ha tenido lugar,[5] puede haber pocas dudas que, dada la importancia de los accionistas con control, los países que difieren en la incidencia de estos accionistas tienen estructuras corporativas que difieren, substancialmente, unas de otras. Estas diferencias persisten hoy a pesar de la convergencia de otras instituciones económicas.

También miraremos la participación de los empleados en las estructuras de poder de las empresas. Ésta es, nuevamente, una dimensión importante de las diferencias internacionales actuales. En las corporaciones alemanas, los empleados están involucrados en el control de estas a través de la «codeterminación», pero no tienen la misma influencia directa y formal en corporaciones de otras economías.

Nuestro enfoque estará en las bases de dependencia de caminos para la divergencia. Por bases dependientes de caminos, nos referimos a las razones que surgen de las diferentes condiciones iniciales con las que los países empezaron. Tome dos países y asuma que, aunque siendo diferentes en sus estructuras corporativas y normas legales iniciales, hace algún tiempo se volvieron idénticos en lo que se refiere a sus economías, políticas, tipos de empresas, culturas, normas, e ideologías. ¿Las diferencias en las estructuras corporativas todavía podrían persistir? Sí podrían, en el sentido que las estructuras y normas corporativas de un país dependen, como argumentaremos, de las estructuras y normas corporativas iniciales del país.

Dado nuestro interés en la dependencia de caminos, nos enfocaremos en las estructuras y normas corporativas que prevalecen en las economías avanzadas del mundo. Cuando dos países están en niveles agudamente diferentes de desarrollo económico, habrían razones claras, diferentes a la dependencia de caminos, para que sus modelos de propiedad difieran. Nos enfocaremos, entonces, en las economías avanzadas, porque su estado similar de desarrollo económico nos permite concentrarnos en la dependencia de caminos.

B. La persistencia de diferencias corporativas

1. La globalización y el empuje hacia estructuras eficientes

Podría pensarse que, actualmente, las economías avanzadas deberían desplegar modelos similares de estructura corporativa. Las compañías en estos países enfrentan problemas similares de gobernabilidad. Todas las grandes empresas comparten algunas funciones claves que les son comunes: el capital debe ser reunido, la gerencia deber ser seleccionada y entrenada, y la información debe ser transmitida a los principales tomadores de decisiones. Imperativos organizacionales podrían exigir similitudes organizacionales. Y otras fuerzas poderosas, podría argumentarse, empujan a países y

[3] Para trabajos que comparan la incidencia de los accionistas con control en diferentes países, ver BECHT, Marco y Ailsa ROEL. «Blockholding in Europe: An International Comparison». 43 EUR. ECON. REV. 1049 (1999) (discutiendo el tamaño de los bloques de acciones en Europa); LA PORTA, Rafael; Florencio LOPEZ-DE-SILANES y Andrei SHLEIFER. «Corporate Ownership Aroud the World». 54 J. FIN. 471 (1999) (encontrando que sólo unas pocas economías tienen compañías con propiedad difundida). Para estudios que documenten la alta incidencia de accionistas con control en países específicos de Europa, ver ZINGALES, Luigi. «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience». 7 REV. FIN. STUD. 125, 131 (1994) (mostrando una alta concentración de propiedad en una muestra de grandes compañías públicas en Italia); BIANCHI, Marcelo; Magda BIANCO y Luca ENRIQUES. «Ownership, Piramidal Groups and Separation Between Ownership and Control in Italy». (septiembre 1997) (inédito, en archivo del Stanford Law Review) (encontrando una alta concentración de propiedad en Alemania).

[4] FRANKS y MAYER, nota 3 *supra*, en 8 (encontrando, en una muestra de 171 empresas Alemanas, que en el ochenta y cinco por ciento de estas, propietarios individuales tenían el veinticinco por ciento o más de las acciones con derecho a voto).

[5] Ver, por ejemplo, KAPLAN, Steven N. «Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany». 10 J.L. ECON. & ORG. 142, 144 (1994) (encontrando tendencias análogas influenciando el movimiento de los miembros de las juntas en Japón, Alemania y los Estados Unidos); KAPLAN, Steven N y Bernadette A. MINTON. «Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers». 36 J. FIN. ECON. 225, 256-57 (1994) (sugiriendo que el gobierno corporativo en Japón juega, esencialmente, el mismo rol que las tomas de control de empresas y las peleas de mandato en los Estados Unidos); ROMAN, Elisabeth. «Une nouvelle générations'installe à la tête du capitalisme familial italien» [Una Nueva Generación se Establece a la Cabeza del Capitalismo Italiano]. En: LE MONDE, 15 de mayo de 1998, p. 17. (discutiendo como la nueva generación de ejecutivos italianos está siguiendo, cada vez más, los modelos empresariales norteamericanos); STEINMETZ, Greg. «Changing Values: Satisfying Shareholders Is a Hot New Concept at Some German Firms». WALL ST. J., 6 de marzo de 1996, disponible en 1996 WL-WSJ 3097228 (discutiendo una creciente solicitud de accionistas por los ejecutivos alemanes).

empresas a adoptar las normas y estructuras corporativas más eficientes. No hacerlo en nuestra competitiva aldea global hace que las empresas y economías corran el riesgo de quedarse rezagadas. Una empresa que no adopte la mejor estructura sería perjudicada en sus utilidades y valor o en su habilidad para conseguir capital nuevo. Los países que fracasen en adoptar normas eficientes infligirían costos a sus corporaciones, las cuales valdrían menos y serían menos capaces de conseguir capital; como resultado, las empresas, fábricas, y negocios podrían sufrir, o emigrar del país.[6]

Otra forma de plantear el mismo punto de vista es que, al igual que las nuevas tecnologías eficientes se expanden rápidamente, uno podría esperar (por analogía) que las nuevas tecnologías corporativas, de ser mejores, se expandan rápidamente. El gobierno corporativo podría ser visto como una tecnología—similar a una técnica de manufacturación, un sistema de administración de inventarios, o a una ingeniería de economía de escala —y las empresas enfrentan fuertes incentivos para adoptar las mejores tecnologías corporativas posibles:

La corporación y sus valores son productos en los mercados financieros tanto como las máquinas de coser u otros productos que la empresa fabrique. Así como los fundadores de una empresa tienen incentivos para hacer los tipos de máquinas de coser que las personas quieren comprar, ellos tienen incentivos para crear el tipo de empresa, estructura de gobierno, y valores que los clientes en los mercados de capitales quieren.[7]

La adopción de las mismas tecnologías eficientes de gobierno corporativo entre las economías avanzadas podría facilitarse, bajo la visión en consideración, por el flujo fácil de información sobre las tecnologías corporativas. Los inversionistas globales y las multinacionales traen consigo la familiaridad con las prácticas extranjeras.[8] Los informes nacionales regularmente consideran prácticas vistas en otras partes y las califican como beneficiosas.[9]

2. La persistencia

Dadas estas presiones hacia la reducción de las diferencias corporativas, la pregunta que surge es por qué la propiedad y las estructuras de gobierno corporativo continúan siendo diferentes.

Para validar estas presiones, es posible indicar movimientos que están reduciendo ciertas diferencias—por ejemplo, los esfuerzos para fomentar más accionariados difundidos en Europa,[10] las declaraciones de los bancos alemanes expresando que venderán las

[6] Ver EASTERBROOK, Frank H y Daniel R. FISCHEL. «The Economic Structure of Corporate Law». 212-18 (1991) (argumentando que la competencia induce la convergencia en normas estatales); KARMEL, Roberta S. «Is It Time for a Federal Corporation Law?». 57 BROOK. L. REV. 55, 90 (1991) («A pesar de estas diferencias históricas en la práctica del gobierno corporativo en el Reino Unido y los países continentales, las leyes pronto se volverán más congruentes...»); comparar con DEMSETZ, Harold. «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm». 26 J.L. & ECON. 375, 375-77 (1983) (argumentando que hay una presión irresistible sobre las estructuras corporativas hacia la eficiencia).

[7] EASTERBROOK y FISCHEL, nota 6 *supra*, en 4-5 (énfasis del autor).

[8] A fines de los años noventa, esta fuerza inversionista migrante tiende a hacer que el gobierno corporativo converja más hacia los modelos norteamericanos que hacia otros, esto se explica por ser los norteamericanos los inversionistas internacionales más activos, hasta ahora, en lograr iniciativas en gobierno corporativo. Ver ORANGE, Martine y Enguérand RENAULT. «Les patrons français se sont convertis aux exigences des actionnaires». [Los Propietarios Franceses se han Convertido a las Exigencias de los Accionistas]. En: LE MONDE, 23 de abril de 1998, en 21 (notando que los accionistas extranjeros, normalmente anglosajones, en las grandes empresas francesas están presionando a los gerentes a que se preocupen más por el valor del accionista); TAGLIABUE, John. «Compliments of U.S. Investors: New Activism Shakes Europe's Markets». En: N.Y. TIMES, 15 de abril de 1998, en D1 (notando la propagación del activismo del accionista norteamericano); WEBB, Sara. «Calpers Sees New Targets Overseas«. En: WALL ST. J., 20 de Octubre de 1997, en C1, disponible en 1997 WL-WSJ 14170443 (notando los intentos de Calpers por mejorar el gobierno corporativo de las compañías extranjeras). La toma del control de Chrysler por Daimler podría poner a las prácticas de gobierno alemanas en sintonía con las norteamericanas (o una mayor expansión de las prácticas norteamericanas en Alemania).

[9] Ver Corporate Governance Forum of Japan, Corporate Governance Principles—A Japanese View (Informe Interino) (1997) (discutiendo, en general, sobre gobierno corporativo); Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils (1993) (discutiendo el valor de la posesión institucional de grandes bloques de acciones); MÜLBERT, Meter. «EMPFEHLEN SICH GESETZLICHE REGELUNGEN ZUR EINSCHRÄNKUNG DES EINFLUSSES DER KREDITINSTITUTE AUF AKTIENGESELLSCHAFTEN?» [¿Están las normas limitando la influencia de los bancos de forma deseable?] (1996) (discutiendo la utilidad de sistemas de gobierno alternativos); ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, BUSINESS SECTOR ADVISORY GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE, INSTITUTIONAL MODERNISATION FOR EFFECTIVE ANDADAPTIVE CORPORATE GOVERNANCE: CHALLENGES AND RESPONSES (1997) (buscando los principios mundiales básicos de gobierno corporativo); PORTER, Michael E. «Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System». En: HARV. BUS. REV., septiembre-octubre de 1992, en 65-82 (abogando por la adopción de las innovaciones de gobierno corporativo extranjeras).

[10] Ver GORDON, Jeffrey N. «Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany». 5 COLUM. J. EUR. L. 219, 220 (1999).

acciones que poseen,[11] los titulares en Europa de adquisiciones de control,[12] y la influencia creciente de los inversionistas institucionales norteamericanos en los Estados Unidos (con la posibilidad de adquirir la influencia alguna vez tenida por instituciones financieras en Europa continental y Japón).[13] Pero estas historias son contrarrestadas por una persistencia considerable.Por ejemplo, los bancos alemanes, a pesar de su retórica sobre su retiro de la propiedad de acciones, hasta ahora se aferran a ellas. De hecho, durante la última década, los bancos alemanes han aumentado, en las cien empresas más grandes de Alemania, de cuarenta a más de cincuenta el número de bloques de acciones influyentes del que son dueños.[14] Así, mientras los bancos alemanes parecen haber fallado en su labor de monitoreo en casos publicitados, y mientras han sido regularmente el blanco de los sentimientos populistas, su considerable propiedad de acciones ha persistido. Similarmente, la concentración familiar de la propiedad de las grandes empresas alemanas persiste.[15]

Con respecto a Japón, dado el derrumbe del sistema bancario japonés, y los reconocidos problemas del gobierno corporativo japonés, uno hubiese esperado una disminución en la propiedad bancaria de los grandes bloques corporativos en Japón. Sin embargo, los datos sobre la propiedad de las grandes empresas japonesas en las tres últimas décadas, apenas indican alguna variación en lo que se refiere a la propiedad de los bancos y las aseguradoras.[16]

En cualquier caso, no importa para nuestros propósitos si la variación global entre las estructuras de propiedad de los países se ha ido estrechando un poco, manteniéndose igual, o incrementándose —una pregunta que no se puede responder con la información que se posee. Lo que es claro es que, a pesar de las fuerzas de globalización y eficiencia, algunas diferencias claves en las estructuras corporativas de los países han persistido. Esta observación plantea preguntas importantes a los investigadores: ¿Por qué han persistido tales diferencias? ¿Y estas persistirán en el futuro?

C.Fuentes de la dependencia de caminos

Nuestro enfoque estará en el papel que es jugado por la dependencia de caminos en la creación y mantenimiento de las diferencias en las estructuras corporativas. Hay dos fuentes de dependencia de caminos. Un tipo de dependencia de caminos, el cual analizaremos en la Parte II, es guiada por la estructura. Por dependencia de caminos guiada por la estructura, nos referimos a las formas en las que las estructuras de propiedad iniciales, en una economía, influencian directamente las estructuras de propiedad posteriores. Como veremos, hay dos formas por las cuales las estructuras de propiedad de una economía pueden depender de sus modelos iniciales de estructura de propiedad corporativa.

El otro tipo de dependencia de caminos surge de las normas corporativas. Estas normas pueden influenciar a la propiedad corporativa y a las estructuras de gobierno. En particular, tales normas pueden moldear las opciones entre las estructuras de propiedad que tienen y las que no tienen a un accionista con control. Las normas corporativas afectan a las estructuras de propiedad y gobierno en, al menos, tres formas.

Primero, la propiedad concentrada puede ser desalentada por la presencia de normas legales que hagan más difícil o más costosa la acumulación y la posesión de grandes bloques de acciones por las instituciones financieras.[17]

[11] Ver, por ejemplo, COLEMAN, Brian y Dagmar AALUND. «Deutsche Bank to Cash Out of Industrial Stakes». En: WALL ST. J., 16 de diciembre de 1998, en A17 (notando que el Deutsche Bank anunció planes para vender acciones); Role of the Financial Services Sector: Hearings Before the Task Force on the International Competitiveness of U.S. Financial Institutions of the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 101st Cong. 164-65 (1990) (notando que los ejecutivos del Deutsche Bank revelaron intenciones de venta de acciones).

[12] Ver, por ejemplo, FAY, Sophie y Pascale SANTI. «L'offensive de la BNP plonge le monde bancaire dans la confusion» [la ofensiva de la BNP hunde al mundo bancario en la confusión]. En: LE MONDE, 12 de marzo de 1999, en 23 (notando que un banco francés hizo ofertas hostiles en simultáneo por otros dos grandes bancos).

[13] Ver ROE, Mark J. «Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance». 233-24 (1994) [de aquí en adelante: ROE. «Strong Managers»].

[14] Comparar: «Hauptgutachten der Monopolkommission, Marktöffnung umfassend verwirklichen» [Implementando Exhaustivamente la Apertura del Mercado] 187-92 (1996/1997) (sobre cincuenta 5% o 5%+ bloques de acciones de instituciones financieras en 1996), *con*: «Hauptgutachten der Monopolkommission, Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik» [Política de la Competencia o Política Industrial] 205-12 (1990/1991) (alrededor de cuarenta 5% o 5%+ bloques institucionales en 1990).

[15] Ver FRANKS y MAYER, nota 3 *supra*, en 25.

[16] Ver GIBSON, Michael S. «BIG BANG DEREGULATION AND JAPANESE CORPORATE GOVERNANCE: A SURVEY OF THE ISSUES» (Federal Reserve Int'l Fin. Discussion Paper No. 624, 1998) (concluyendo que las reformas de las instituciones financieras en Japón han tenido, hasta ahora, un efecto limitado sobre el gobierno corporativo).

[17] Ver, ROE. «Strong Managers», nota 13 *supra*, en 26-49.

Este tipo de normas tienen una fuerte presencia en los Estados Unidos, pero no así en otros países.[18]

Segundo, en los sistemas corporativos que permiten a los accionistas con control extraer grandes beneficios privados del control, consideraciones de «protección de la renta» podrían llevar a la propiedad concentrada.[19] Cuando los beneficios privados del control son grandes, aquellos que establecieron la estructura corporativa en una oferta pública de acciones serían renuentes a dejar el control, porque al hacerlo atraerían intentos por tomar el control y tornarían a la estructura escogida en inestable. Además, cuando los beneficios privados del control son grandes, los accionistas con control de las compañías que cotizan en bolsa serán renuentes a renunciar a su control cerrado cuando recaudan capital extra, porque los accionistas existentes no los compensarían por desprenderse de los grandes beneficios que vienen con un control cerrado.

Tercero, algunos países tienen normas corporativas mandatorias que fuerzan, o empujan en una cierta dirección, la elección de la estructura de gobierno. Por ejemplo, algunas normas afectan la conformación del directorio y el grado de influencia de los trabajadores en las empresas.[20] Las normas del mercado de valores norteamericano y las doctrinas de derecho corporativo de los estados norteamericanos militan a favor de una alta proporción de directores independientes. Las normas japonesas pro-empleados llevan a los empleados de la empresa a dominar los directorios corporativos.[21] Y las normas alemanas disponen que los trabajadores tengan la mitad de los asientos de los directorios de las grandes empresas.[22]

Entonces, dada la importancia de las normas corporativas, las diferencias sustanciales de estas normas entre los países podrían ser suficientes para producir diferencias sustanciales en los modelos de propiedad.

La Parte III estará enfocada en la dependencia de caminos guiada por las normas. Por dependencia de caminos guiada por las normas nos referimos al canal adicional e indirecto (pero importante) a través del cual las estructuras corporativas iniciales podrían afectar a las estructuras posteriores—al afectar a las normas empresariales futuras. Como mostraremos, las normas corporativas de una economía, que tendrán un efecto en la elección de las estructuras corporativas de propiedad, son en sí mismas influenciadas por los modelos iniciales de estructuras corporativas de la economía.

II. DEPENDENCIA DE CAMINOS GUIADA POR LA ESTRUCTURA

Empezamos nuestro análisis de la dependencia de caminos analizando la dependencia de caminos guiada por la estructura. Queremos empezar enfocándonos en el efecto «directo» que las estructuras corporativas iniciales tienen sobre las estructuras posteriores en una economía. Específicamente, mostramos cómo las estructuras de propiedad de una economía dependen del modelo de estructuras de propiedad que la economía tuvo previamente.

Considere dos economías avanzadas, *A* y *B*, que tienen en el momento T_1 el mismo juego de normas legales y condiciones económicas, pero que tenían antes, en T_0, diferentes modelos de estructuras de propiedad corporativa. Suponga, concretamente, que en T_0, las compañías en *A* comúnmente tenían un accionista con control y las compañías en *B* generalmente tenían propiedad difundida. Estas diferencias estructurales en T_0 podrían deberse a que los países tenían diferentes normas legales o diferentes condiciones económicas. Mientras los dos países llegaron a T_1 a través de diferentes caminos, en T_1 ellos tienen las mismas normas corporativas y

[18] Ver *id.* en 167-97.

[19] Ver BEBCHUK, Lucian Arye. «A RENT-PROTECTION THEORY OF CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL» (National Bureau of Econ. Research Working Paper No. 7203, 1999) [de aquí en adelante: BEBCHUK. «RENT-PROTECTION THEORY»] (analizando cómo las consideraciones de «protección de la renta» afectan la elección de la estructura de propiedad en la etapa de la oferta pública de acciones); BEBCHUK, Lucian Arye. «Rent Protection and the Evolution of a Firm's Ownership Structure».
(July 1999) (manuscrito inédito, en archivo de autores) [de aquí en adelante: BEBCHUK. «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures»] (analizando cómo las consideraciones de «protección de la renta» influencian las elecciones de estructuras de propiedad después de que la empresa se vuelve pública).

[20] Ver ROE, Mark J. «Political Preconditions to Separating Ownership from Control». (Setiembre 1999) (manuscrito inédito, en archivo del Stanford Law Review) [de aquí en adelante: ROE. «Political Preconditions»].

[21] Ver IZUMIKAWA, Yasu. «Amidst Calls for Corporate Governance Reform, Nissan Questions Role of Non-Executive Directors». En: IRRC CORP. GOVERNANCE BULL., julio-setiembre de 1997, en 21 (notando la visión japonesa de que los no-ejecutivos aportan poco al gobierno corporativo).

[22] Ver PISTOR, Katharina. «Co-determination in Germany: A Sociopolitical Model with Governance Externalities». En: «EMPLOYEES' ROLE IN CORPORATE GOVERNANCE». BLAIR, Margaret y Mark J ROE (editores).

condiciones económicas. ¿Estas normas y condiciones idénticas T_1, implicarían que a partir de T_1 los países también serían iguales en lo que se refiere a sus estructuras corporativas? La respuesta es no. Explicaremos en la Parte II.A cómo los modelos de propiedad iniciales en T_0 podrían afectar la identidad de la estructura eficiente de una compañía dada en T_1. Luego explicaremos en la Parte II.B cómo el comportamiento interno de búsqueda de rentas podría proporcionar a las estructuras corporativas existentes de algún poder de persistencia.

A. La dependencia de caminos de la estructura eficiente

La primera razón para la dependencia de caminos guiada por la estructura está fundamentada en la eficiencia. La identidad de la estructura eficiente para una compañía dada en T_1 podría depender de los modelos iniciales de propiedad en T_0 y podría diferir así entre *A* y *B*. Esta diferencia podría deberse a costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, o múltiples puntos de equilibrio. Explicaremos, brevemente, cada una de estas razones.

1. Costos hundidos de adaptación

Los costos hundidos pueden influenciar la elección eficaz de una estructura de propiedad corporativa. Considere la situación análoga en la que el mantenimiento de una fábrica existente podría ser eficiente aun cuando, la construcción de una fábrica diferente sería más eficiente si se construyera desde cero: Una vez que los equipos son costos hundidos, es decir sin ningún buen uso alternativo, continuar a menudo es eficiente. En una forma similar, los costos hundidos pueden ser importantes a la hora de determinar qué estructura corporativa podría ser eficiente en cierto momento. Por ejemplo, en un país en el que la propiedad difundida era lo común en T_0, las empresas podrían haberse adaptado desarrollando programas de incentivos para los gerentes, añadiendo más directivos independientes, y creando estructura de deuda que reduzca los costos de agencia[23]. Una vez que estas diferentes adaptaciones tengan lugar en los países *A* y *B* en T_0 (debido a sus estructuras de propiedad diferentes en T_0), estas adaptaciones podrían ocasionar que la estructura de propiedad eficiente para una compañía en *A* y en *B* sea diferente en T_1.[24]

2. Complementos institucionales

Los complementos institucionales son similares a los costos hundidos de adaptación, pero ellos no involucran las adaptaciones realizadas por las empresas cuyas estructuras de propiedad se encuentran bajo consideración, sino las realizadas por otras entidades e instituciones. Instituciones, prácticas comerciales y colegios profesionales a menudo se desarrollan en cada país para facilitar el funcionamiento de las estructuras corporativas del país. Las estructuras de propiedad corporativa que un país tenía en T_0 determinaron qué instituciones acompañantes, prácticas, y habilidades se desarrollaron. Y estos aspectos del entorno corporativo podrían, a su vez, influenciar qué estructuras serían eficientes luego en T_1.

Suponga que las estructuras de propiedad difundida funcionan mejor en la presencia de un mercado activo en adquisiciones y de prácticas contables transparentes, y que el desarrollo de tal mercado de adquisiciones y de prácticas contables transparentes requiere de las inversiones de las empresas y los agentes

[23] Las empresas desarrollan procedimientos que, al reducir los costos de transacción internos, les otorgan una ventaja competitiva. Estos procedimientos establecidos pueden producir una empresa bien adaptada a las condiciones de su entorno, pero si estas condiciones cambian radicalmente, la empresa no podrá deshacerse de sus procedimientos fácilmente. Estos se marchitan pero no se adaptan, y una nueva empresa surge con nuevos, pero mejor adaptados, procedimientos. Al punto que esta incapacidad por deshacerse de los procedimientos establecidos es cierta y se aplica a los procedimientos de gobierno, que la adaptación es lenta. Ver HENDERSON, Rebecca M y Kim B. CLARK. «Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms». 35 ADMIN. SCI. Q. 9, 9-10 (1990) (argumentando que las categorías tradicionales de incremento e innovación radical están conduciendo a conclusiones erróneas); comparar con ANTONELLI, Cristiano. «The Economics of Path-Dependence in Industrial Organization». 15 INT'L J. INDUS. ORG. 643, 644 (1997) (identificando cambios y costos hundidos como factores que inducen la no regresión). Al punto que esta rigidez potencial es un problema, que un gobierno que sea flexible será un mejor gobierno.

[24] Como un ejemplo: Las empresas alemanas probablemente se adaptaron a la «codeterminación» cuidando no cargar sus directorios, porque, probablemente, ni los gerentes ni los accionistas estaban contentos con acrecentar la participación de los trabajadores en los directorios «codeterminados». (Los trabajadores alemanes deben tener la mitad de los asientos del directorio de supervisión en las grandes empresas). Ellos han usado estructuras alternativas de gobierno a las del gobierno-en-el-directorio: reuniones informales entre los gerentes y los accionistas que tienen grandes bloques de control. Ver PISTOR. «Co-determination in Germany». Nota 22 *supra*; ROE, Mark J. «German Securities Markets and German Codetermination». 98 COLUM. L. REV. 167, 168 (1998) [de aquí en adelante: ROE. «German Codetermination»]. Una vez que se dio la adaptación a la «codeterminación», los agentes podrían no haber querido cambiar la propiedad y el gobierno.

para adquirir las tecnologías y maquinarias necesarias. El que un país tuviera o no esas actividades desarrollándose en T_0 dependería de qué estructuras corporativas tuvo antes en T_0. En nuestro ejemplo, tal mercado pudo haberse desarrollado en el país *B*, en el que la propiedad difundida era común, pero no en el país *A*, en el que la propiedad difundida era anómala. Esto implica que, para algunas empresas, la propiedad difundida podría ser eficiente en T_1 si están en *B* pero no si están en *A*.

3. Externalidades de red

Las externalidades de red también pueden inducir la persistencia.[25] La estructura de propiedad eficiente para una compañía dada podría depender de las estructuras que otras empresas en el país poseen. Hay una ventaja en usar la estructura dominante en la economía, con la cual los agentes están familiarizados. Así, la propiedad difundida puede ser menos costosa para una empresa si otras empresas se encuentran bajo propiedad difundida. Esta consideración podría hacer que sea eficiente para una empresa elegir una estructura de accionistas con control, si es que tal estructura es común entre las empresas de esa economía—y escoger una estructura de propiedad difundida, si las empresas de esa economía tienen, normalmente, tal estructura.

4. Atributos iniciales

Los atributos iniciales también pueden afectar la identidad de la estructura de propiedad eficiente. Los agentes teniendo bajo control una estructura existente podrían afectar su valoración de tener tal control, lo cual afectaría, a su vez, el valor total que las estructuras alternativas producirían.[26]

Especulando, tales atributos iniciales podrían dificultar el transformar ambas empresas, tanto las gobernadas bajo el estilo europeo de control familiar, como aquellas gobernadas bajo el estilo norteamericano de gerentes. Las familias europeas propietarias, estando en el control, podrían sobre valorar su control. Similarmente, los gerentes norteamericanos ricos en activos, podrían sobre valorar su posición y poder. En cualquiera de los casos, los precios de oferta y demanda podrían diferir. Dadas las estructuras de control, el valor que estos dos grupos le dan al control es más alto del que estarían dispuestos a pagar por él si no lo tuvieran. En presencia de tales atributos iniciales, la eficiencia general de estas estructuras de control depende de si ellas existieron inicialmente.

5. Múltiples puntos de equilibrio

Las estructuras de propiedad afectan, de muchas maneras complejas, al gobierno y al valor corporativo. De esta manera, dos estructuras alternativas podrían presentar pros y contras comparadas entre sí, y podrían producir más o menos el mismo valor corporativo. Suponga que, bajo las normas corporativas que los países *A* y *B* tienen en T_1, la propiedad concentrada y la propiedad difundida tienen grandes pros y contras, y por lo tanto son (más o menos) igualmente eficientes. Dado que el cambio de una estructura a otra involucraría costos de transacción, el mantenimiento del *status quo* en cada país podría ser eficiente. En este caso, el modelo inicial de propiedad corporativa en cada una de las economías puede determinar el modelo posterior.

Por lo tanto, costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, y múltiples puntos de equilibrio podrían todos llevar a la identidad de la estructura de propiedad eficiente para las compañías en T_1 a depender de la estructura inicial que la compañía y/o otras compañías tenían en la economía en T_0. Y esto proporciona algunas razones por las que las diferencias iniciales entre los países *A* y *B* en T_0 podrían persistir luego en T_1.

B. La persistencia de las estructuras existentes debido a la búsqueda de rentas

Ahora nos ocupamos de las razones de búsqueda de rentas, por las cuales las estructuras que existieron en T_0 podrían tener poder de persistencia en T_1. Debido a la búsqueda de rentas, las estructuras establecidas

[25] Las externalidades de red en el derecho corporativo son explorados en KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. «Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases». 74 WASH. U. L.Q. 347, 350-53 (1996) (discutiendo aprendizajes y externalidades de red en los contratos corporativos), y LEMLEY, Mark A y David MCGOWAN. «Legal Implications of Network Economic Effects». 86 CAL. L. REV. 479, 562-86 (1998) (sugiriendo modificaciones apropiadas de las normas corporativas basadas en externalidades de red).

[26] Para meditar sobre otro posible atributo inicial, este podría ser el caso que la valoración de los trabajadores alemanes de la «codeterminación» dependa de las condiciones existentes. Esto es, que podría ser que los trabajadores alemanes demanden más para dejar la «codeterminación» de lo que estarían dispuestos a pagar por ella en un primer lugar. Esto implica que la eficiencia general de la «codeterminación», para una empresa alemana, depende de si ya la tiene o no.

podrían ser mantenidas aunque ya no fueran eficientes en T_1. Aquellos grupos que participan del control bajo una estructura existente podrían tener tanto el poder como los incentivos para impedir cambios en la estructura. El cambio de una estructura de propiedad requiere, frecuentemente, de la cooperación de aquellos grupos que tienen el control de la empresa. Y el hecho que un cambio en la estructura de propiedad sea eficiente, no garantiza que los grupos que controlan la empresa siempre quieran que ocurra. Los grupos que controlan podrían impedir el cambio si este redujera sus beneficios privados de control por cuanto algunas de las ganancias de la eficiencia no serían capturadas por ellos, sino por otros. Y en estas situaciones, las estructuras establecidas podrían persistir.[27]

1. La persistencia de la propiedad concentrada

Suponga que, bajo las normas legales que los países *A* y *B* tienen ahora, la estructura eficiente para una compañía *Y* es la propiedad difundida. Si la compañía *Y* tenía propiedad difundida al comenzar en T_0 entonces, claramente, habría continuado teniendo propiedad difundida en T_1. Pero suponga que *Y* es una compañía en el país *A* y, como la mayoría de otras compañías en *A*, empezó con un accionista con control. En este caso, *Y* podría no cambiar a propiedad difundida en T_1. A continuación explicamos por qué.

El bloqueo del accionista con control de la empresa. Suponga que *Y* tiene 100 acciones, que en T_0 un propietario inicial tenía todas esas acciones, y que en T_0 este vendió la mitad de las acciones a inversionistas públicos, reteniendo la otra mitad como un bloque de control. En T_0, el propietario inicial tenía el incentivo para escoger la estructura de propiedad que maximizaría el valor de las 100 acciones, porque en el momento de la decisión, el era el propietario de todas las acciones e interiorizó todos los efectos de su decisión. Como tal, podemos suponer que, dadas las condiciones en ese periodo, la propiedad concentrada era la estructura eficiente en T_0, y por lo tanto fue escogida.

Sin embargo para T_1, las condiciones han cambiado de modo que el valor total de las 100 acciones de la compañía sería mayor bajo propiedad difundida que bajo propiedad concentrada. Suponga que, en T_1 el valor total para todos los accionistas sería de $100 en una estructura concentrada — consistiendo en $60 para el accionista con control ($1.20 por acción del bloque de control) y $40 para los accionistas minoritarios ($0.80 por acción minoritaria). Y suponga que bajo propiedad difundida el valor total para los accionistas sería $110 ($1.10 por acción). ¿El accionista con control de la empresa elegiría pasar a propiedad difundida en T_1?

Si el propietario inicial hubiera realizado una oferta publica de acciones en T_1 (en vez de hacerlo antes en T_0), el habría escogido, lógicamente, la propiedad difundida, ya que ésta produciría el mayor valor. Al vender todas las acciones a inversionistas públicos bajo propiedad difundida, hubiera recibido $110. Mientras que si el inversionista hubiese usado una estructura concentrada, entonces hubiera recibido sólo $100: $40 por las acciones que habría vendido a los inversionistas públicos y $60 por el bloque de control que hubiera retenido (o, equivalentemente, $60 de los fondos que recibiría por la venta a otra persona que sería el accionista con control). Así, el escoger la propiedad difundida en oferta pública de acciones en T_1 habría maximizado las ganancias del propietario inicial. Poseyendo las 100 acciones en T_1, el podría haber escogido la estructura que maximizaría su valor, y bajo las nuevas normas legales en T_1, la estructura maximizadora del valor habría sido la propiedad difundida, la cual habría sido elegida por el propietario inicial.

Cuadro 1 – 2.

Sin embargo, dado que la compañía realizó la oferta pública de acciones en T_0, en T_1 ya tiene una estructura de propiedad concentrada. Entonces la pregunta es si el accionista con control llevaría a la empresa hacia la propiedad difundida, una estructura que incrementaría el valor total de la empresa en $10. Resulta que este movimiento «en medio de la corriente» hacia la propiedad difundida no sería de interés para el accionista con control.[28]

[27] Comparar con KOLE, Stacey y Kenneth LEHN. «Deregulation, The Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival«. 87 AM. ECON. REV. PAPERS & PROC. 421 (1997). Kole y Lehn muestran que las desregulación de las aerolíneas trajo nuevas estructuras de gobierno para las aerolíneas. Las desregulación creó una mayor complejidad gerencial, generando una paga mayor en incentivos para los gerentes, directorios más reducidos, y una mayor propiedad concentrada. Las empresas beneficiadas se adaptaron lentamente, no obstante los nuevos agentes entraron al mercado con la estructura de gobierno superior. La evolución fue, *aun después de veinte años*, incompleta.

[28] Para un análisis de cambios estructurales eficientes análogos que no procederán por bloqueos similares, ver BEBCHUK, Lucian Arye. «Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control». 109 Q.J. ECON. 957 (1994) (analizando cómo las diferentes normas legales que regulan la transferencia de un bloque de control, pueden impedir una transferencia eficiente); ROE, Mark J. «The Voting Prohibition in Bond Workouts». 97 YALE L.J. 232, 277 (1987) (analizando los obstáculos legalmente creados para las emisiones de bonos fallidas).

Considere la ruta más directa para lograr el cambio: el accionista con control rompiendo su bloque de control y vendiendo estas acciones a accionistas dispersos. Tal transacción no beneficiaría a la accionista con control. El valor total de la empresa bajo propiedad difundida es $110 (o $1.10 por acción); por lo que el accionista con control recibiría sólo $55 de la venta de su 50% restante de las acciones de la compañía. Esto es, que la venta le habría proporcionado $5 menos que el valor de $60 que tendría reteniendo su bloque de control. Por lo tanto, él no se habría beneficiado rompiendo su bloque de control. De hecho, la jugada habría elevado el valor de las acciones que ya se encuentran en manos de los inversionistas públicos de $40 a $55, pero este sería un beneficio que el accionista con control no capturaría; indudablemente, el accionista con control no sería capaz de elevar retroactivamente el precio por el cual las acciones minoritarias fueron vendidas de $40 a $55. En consecuencia, el accionista con control no rompería su bloque de control en T_1, y la propiedad concentrada persistiría aun cuando el paso a la propiedad difundida incrementaría el valor total de la empresa. Alternativamente, el paso hacia la propiedad difundida podría darse en T_1 si el accionista con control vendiera todos los activos de la compañía a un empresario y liquidara la compañía; el empresario entonces tendría los mismos incentivos que un propietario inicial en T_1 y esos incentivos lo dirigirían hacia la propiedad difundida. Sin embargo, bajo este escenario, el accionista con control sería capaz de obtener máximo $110 del empresario por todos los activos, y $55 por la liquidación. Esto, nuevamente, sería menos que los $60 que el mantenimiento del control proporcionaría al empresario.

Bajo los dos escenarios considerados, el accionista con control no se beneficiaría del paso hacia la propiedad difundida ya que este paso eliminaría el acceso desproporcionado que posee al valor de la compañía. Bajo la estructura concentrada, el accionista con control capturaría el 60% de un total de $100, pero el paso hacia la propiedad difundida sólo le daría el 50% de $110. Mientras que el total crecería, el obtener el 50% del nuevo valor total de la empresa, ligeramente más grande, seguiría siendo peor que el obtener el 60% del antiguo valor total de la empresa bajo el mantenimiento de una propiedad concentrada.

De este modo, aunque el paso hacia la propiedad difundida aumentaría el valor total de la empresa en $10, el accionista con control no se beneficiaría de él; más bien, perdería $5. Otra forma intuitiva para entender por qué el accionista con control no se beneficiaría del movimiento hacia una estructura más eficiente, es que el cambio tendría un beneficio positivo para los accionistas dispersos actuales. Los accionistas dispersos acabarían con $55, en lugar de $40, si el accionista con control se moviera a la propiedad difundida. Este beneficio de $15 sería uno que el accionista con control no capturaría y, debido a esto, no lo tomaría en cuenta al adoptar una decisión. Por consiguiente, mientras que el cambio sería eficiente, el accionista con control no se beneficiaría de él, ya que perdería su renta (los beneficios privados del control) y no capturaría por completo las ganancias en eficiencia debido al cambio (algunas de las cuales serían otorgadas a los inversionistas públicos existentes).[29]

En suma, si la empresa tiene propiedad difundida o concentrada en T_1 depende de su estructura inicial en T_0. Si la compañía fuera una empresa cerrada en T_0 y estuviera por cotizar en bolsa, se escogería la propiedad difundida. Similarmente, si la empresa estuviera por cotizar en bolsa con propiedad difundida en T_0, esta estructura se mantendría en T_1. Pero si la empresa comenzó a cotizar en bolsa en T_0 con propiedad concentrada, la estructura de propiedad concentrada se mantendría en T_1 y el paso hacia la propiedad difundida no ocurriría.

¿Alternativas Coaseanas? ¿Podría haber alguna otra forma por la cual la ganancia potencial de $10 en eficiencia por el movimiento hacia la propiedad difundida, pudiera realizarse? ¿Se dejaría en la mesa una ganancia de $10 en vez de tomarla? ¿No podría alguna transacción posibilitar que las partes compartan la ganancia potencial de $10? En un mundo Coaseano puro, los agentes podrían, en efecto, acordar implementar el cambio y realizar y compartir entre ellos esta ganancia de $10. Pero en nuestro imperfecto mundo Coaseano, hay impedimentos para la realización de esta ganancia de $10, y no todas estas ganancias serán realizadas.

En un mundo Coaseano perfecto, el cambio podría tener lugar si los accionistas minoritarios

[29] La razón por la cual el accionista con control no se movería hacia la propiedad difundida es equivalente a la razón por la cual un accionista con control podría no transferir el control bajo una *Equal Opportunity Rule* aun así la transferencia del control fuera eficiente. Ver BEBCHUK, nota 28 *supra*, en 968-73.

pagasen al accionista con control para inducirlo al paso a una estructura de propiedad difundida. Dado que los accionistas minoritarios ganarían $15 por tal movimiento, y que el accionista con control perdería solamente $5, un acuerdo podría beneficiar a ambas partes. Los accionistas minoritarios podrían pagarle al accionista con control alguna cantidad entre $5 y $15, digamos $10, a cambio del acuerdo del accionista con control de pasar a una estructura de propiedad difundida. Pero en nuestro imperfecto mundo Coaseano, problemas de acción colectiva entre los accionistas minoritarios impedirían tal negociación. Los accionistas encontrarían difícil, sino imposible, reunir el «soborno» para el accionista con control por un problema *free-rider*. Cada accionista sabría que su no participación afectaría muy poco la recolección de la cantidad necesitada, y así cada uno tendría un incentivo para retener su contribución.

Alternativamente, en un mundo Coaseano perfecto, el accionista con control de la empresa podría comprar primero las acciones minoritarias existentes por $40, o por una cantidad entre $40 y $50, y luego mover la compañía a propiedad difundida y vender todas sus acciones por $110. Mientras que el pago a los accionistas minoritarios sea menor de $50, el accionista con control acabaría, de esta manera, con más de los $60 que habría tenido bajo propiedad concentrada. Pero en un mundo Coaseano imperfecto, sería muy difícil, sino imposible, para el accionista con control adquirir las acciones a tal precio. Suponga que el accionista estuviera por hacer una oferta pública por las acciones minoritarias a $0.80 por acción (o $40 por todo). Tal oferta pública podría fracasar debido a un problema de *free-rider*. No sería extraño que algunos inversionistas públicos se resistieran, estos verían el valor de su acción irse de $0.80 a $1.10 si los otros accionistas ofertan y, si luego el accionista con control pasa la empresa a la propiedad difundida. Y si todos los accionistas minoritarios se resisten a vender hasta $1.10, el accionista con control sería incapaz de adquirir las acciones minoritarias a un precio que le permitiera obtener algún beneficio.[30]

Los límites de la persistencia: las grandes ineficiencias. Nuestro argumento no es que el paso a la propiedad difundida en T_1, en la situación considerada, fracasaría sin importar cuán grandes sean las ganancias potenciales de eficiencia. El cambio tendría lugar si las ganancias potenciales de eficiencia fueran suficientemente grandes. La búsqueda interna de rentas podría permitir a una estructura persistir sólo mientras su ineficiencia relativa no sea muy grande.

En la situación antes considerada, si el movimiento aumentase el valor total en más de $20—esto es, si el valor bajo la propiedad difundida fuese mayor de $120 en T_1—entonces el accionista con control elegiría moverse hacia la propiedad difundida. Suponga que bajo propiedad difundida el valor total de la empresa en T_1 sería $122. En este caso, si el accionista con control rompiera su bloque de control, y vendiera sus acciones a los accionistas dispersos, recibiría $61, y esto le daría más que los $60 que habría tenido bajo la propiedad concentrada. El nuevo total de $122 sería, entonces, suficiente para inducir la transformación estructural. Aunque el accionista con control seguiría recibiendo sólo el 50% de este nuevo total, éste sería tan grande que el 50% valdría más que el 60% que habría tenido bajo la propiedad concentrada.

Nuestro punto no es que las estructuras establecidas van a persistir debido a búsqueda de rentas sin importar qué. Es solamente que existe un rango amplio de valores por los cuales la búsqueda de rentas del accionista con control bloquearía un movimiento eficiente hacia la propiedad difundida. En nuestro ejemplo, mientras las potenciales ganancias eficientes del cambio (y, por lo tanto, los costos de eficiencia de mantener la estructura existente) estén entre $0 y $20, la propiedad concentrada se mantendrá en T_1.

¿Qué determina el rango dentro del cual la propiedad concentrada persistiría incluso siendo ineficiente? Como la discusión de nuestro ejemplo ilustra, el rango depende del tamaño de los beneficios privados del accionista con control bajo la propiedad concentrada; mientras más grandes sean estos beneficios, más grande será el rango en el cual una estructura existente sería mantenida aun cuando dejara de ser eficiente.[31] Mientras los beneficios privados sean significativos en T_1, el rango de persistencia será significativo.

[30] En términos económicos, no hay equilibrio en el cual el accionista con control se mueva a la propiedad difundida y antes de eso pague a los accionistas minoritarios menos de $1.10 por acción. Esto es, no hay equilibrio en el cual el accionista mayoritario se pueda beneficiar de la adquisición de todas las acciones mediante una oferta pública y la posterior transformación de la empresa a la propiedad difundida.

[31] Algebraicamente, si la fracción de las acciones que están en el bloque de control es k, el valor bajo la propiedad concentrada es V y los beneficios privados del control son B, entonces el movimiento hacia la propiedad difundida no tendrá lugar mientras que el valor bajo la propiedad difundida no exceda $V + [k/(1-k)]B$. Esta condición se puede derivar de una manera similar a la condición en BEBCHUK, nota 28 *supra*, en 971, para cuando los accionistas con control bloqueen las eficientes transferencias de control bajo la *Equal Opportunity Rule*.

Los límites de la persistencia: las normas destructoras de rentas. La persistencia de la propiedad concentrada que podría resultar de la búsqueda de rentas, sólo se produciría si, bajo las normas legales en T_1, los accionistas con control pueden disfrutar de las rentas en forma de algunos, no despreciables beneficios privados del control. Por consiguiente, si los países adoptaran un régimen legal que elimina dichos beneficios por completo, esta fuente de dependencia de caminos sería eliminada.

Suponga que, en T_1, el accionista con control, propietario del 50% de las acciones, no capturaría ningún beneficio privado y, por lo tanto, obtendría sólo $50; lo que viene a ser la mitad del valor total bajo propiedad concentrada. En este caso, el accionista con control escogería cambiarse a la propiedad difundida si y sólo si el movimiento aumentase el valor total. Considerando que los cambios en las normas destruyen las rentas, destruyen también los incentivos del accionista con control para resistir el cambio. Esta condición, sin embargo, sería totalmente relevante sólo bajo el escenario improbable, que aún no ha surgido, en el que los beneficios privados del control no existirían.

Nuevas empresas. El análisis anterior se ha enfocado en la persistencia de las estructuras establecidas. ¿Qué hay acerca de los nuevos recursos que llegan a las economías y son insertados en las estructuras corporativas? Considere una economía poblada por compañías con propiedad concentrada en T_1, suponga que hay algunos recursos que tienen como dueño a un único propietario, y considere las decisiones que este propietario hará para estos capitales. En esta etapa, dado que propietario exclusivo no tiene socios, las consideraciones de la búsqueda interna de rentas por el propietario no afectarían la elección de la estructura. Sin embargo, las consideraciones identificadas en la Parte II.A acerca de por qué las estructuras eficientes podrían ser dependientes de caminos—como las externalidades de red y los complementos institucionales—podrían afectar la elección. Y por razones identificadas en la Parte III, la búsqueda externa de rentas puede permitir a los funcionarios públicos suprimir, o reducir los nuevos ingresos. Sea por estas o por otras razones,[32] observamos que el flujo de nuevos capitales y empresas al sector corporativo no ha eliminado la divergencia hasta ahora.

2.La persistencia de la propiedad difundida

Las estructuras de propiedad difundida, una vez establecidas, podrían asimismo persistir debido a la búsqueda interna de rentas de los gerentes que manejan esas estructuras. Considere una compañía Y que, dadas las normas legales y las condiciones que prevalecen en los países *A* y *B* en T_1, produciría el valor total más alto bajo una estructura de propiedad concentrada. No obstante, si la estructura inicial de la compañía en T_0 fuera de propiedad difundida, la empresa no podría moverse a la propiedad concentrada en T_1.

Suponga que Y tiene 100 acciones; que su valor total para los accionistas en T_1 bajo propiedad difundida sería de $100 o $1.00 por acción; que los gerentes obtendrían beneficios del control de $3 bajo tal estructura de propiedad (de desvío de valores, prestigio, etc.); y que bajo la propiedad concentrada la empresa produciría un valor total (para el accionista con control y los accionistas minoritarios combinados) de $110 y que un comprador está dispuesto a pagar esta cantidad por la compañía con el fin de moverla hacia la propiedad concentrada. Si bien el paso a la propiedad concentrada sería eficiente, podría no ocurrir.

No obstante que el cambio a la propiedad concentrada aumentaría el valor total, los gerentes existentes podrían preferir que no tenga lugar porque eliminaría sus beneficios privados del control. Y en la medida que los gerentes tengan menos del 30% de las acciones, su fracción de las ganancias de la transformación no sería suficiente para compensarlos por la pérdida de los beneficios privados.

Los gerentes podrían estar en una posición para bloquear o impedir el cambio. Ellos controlan la agenda de fusiones y una fusión no puede ser iniciada sin su aprobación. También pueden resistirse a una oferta de toma de control hostil. Sin duda, si las ganancias potenciales del movimiento fueran muy grandes, el paso a la estructura de propiedad concentrada aún podría llevarse acabo. Pero

[32] Ver BEBCHUK. «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures». Nota 19 *supra*, en 18-21 El análisis en este trabajo indica que la búsqueda interna de rentas en funcionamiento en otras empresas podría influenciar el destino de los nuevos capitales. Los accionistas con control tienen un incentivo para expandirse, porque el agregar nuevos capitales a su control probablemente los llevará a aumentar sus beneficios privados de control. En consecuencia, en una economía poblada por compañías con un accionista con control, los nuevos recursos a menudo serán adquiridos por tales compañías incluso si esas compañías no son las usuarias más eficientes para esos capitales.

si el cambio aumentase el valor total en 10%, como en nuestro ejemplo, y dado los problemas involucrados en una oferta hostil, los gerentes podrían tener no sólo los incentivos, sino el poder para impedir el cambio. Por lo tanto, el deseo de los gerentes para mantener las rentas de las que disfrutan bajo la estructura existente de propiedad difundida puede proporcionar a esta estructura de un poder de persistencia.

Acompañan a esta conclusión consideraciones similares a las que lo hacían con la conclusión concerniente a la posibilidad de persistencia de la propiedad concentrada debido a la búsqueda de rentas del accionista con control. Si las normas corporativas en T_1 no les proporcionan beneficios privados a los gerentes (un escenario teórico e irreal porque la independencia siempre acarrea algunos beneficios a los gerentes), entonces los gerentes no tendrían incentivos para desalentar la mudanza de la propiedad difundida. Y si la normas legales en T_1 no les dan a los gerentes poder alguno con respecto a las adquisiciones, entonces los gerentes no tendrían poder alguno para resistirse al cambio.

Pero mientras (i) los gerentes obtengan algunos beneficios de la independencia y, (ii) los gerentes tengan algún poder para resistirse a las adquisiciones de control, la estructura existente de propiedad difundida podría tener algún poder de persistencia. Por lo tanto, dado que estas condiciones han estado generalmente presentes en el pasado, esta persistencia podría haber jugado un rol hasta ahora—digamos, manteniendo tales estructuras de propiedad difundida en los Estados Unidos—incluso si un movimiento a la propiedad concentrada podría haber aumentado el valor. Y cuando quiera que estas condiciones se obtengan en el futuro, esta fuente potencial de persistencia y dependencia de caminos se mantendrá relevante.

3. La persistencia de la «codeterminación» alemana

Las estructuras con preferencia de participación laboral podrían persistir por razones similares. El ejemplo más importante de un país donde los trabajadores participan del control de la empresa es Alemania. Alemania tienen normas legales que mandan la participación de los trabajadores en los directorios de las compañías que sean suficientemente grandes, y, por lo tanto, todas esas compañías están «codeterminadas». Nuestro análisis sugiere que los directorios duales podrían tener cierto poder de persistencia aun si las normas legales alemanas cambiaran, haciendo a tales estructuras opcionales en vez de obligatorias.

Suponga que Alemania cambia sus leyes para hacer los directorios duales opcionales en vez de obligatorios. Dado que los directorios duales ya están establecidos, podrían persistir pese a no ser eficientes. Si los dirigentes laborales (u otros agentes) están obteniendo beneficios privados de la «codeterminación» y si ellos tienen poder para impedir o resistirse a los cambios en la estructura existente,[33] ellos podrían poner resistencia a una mudanza fuera de la «codeterminación». Y mientras un soborno Coaseano para los dirigentes laborales sea ilegal o transaccionalmente costoso, el movimiento podría no ocurrir.

Hemos examinado tres formas principales de empresas «puras», una con propiedad concentrada, una con control gerencial, y una con influencia laboral mandatoria. Cada una tiene una tendencia a persistir, y este poder de persistencia contribuye a una dependencia de caminos estructural.

4. La persistencia frente a la globalización

Así, debido a la búsqueda de rentas, en algunos casos las estructuras establecidas podrían permanecer pese a haber dejado de ser eficientes. Sin embargo esta conclusión podría ser cuestionada por un escéptico, preguntando si las fuerzas del mercado en una economía globalizada no siempre pueden forzar a los accionistas con control y a los gerentes a moverse a la estructura que sería la más eficiente. Pero éste no es el caso.

Nuestro análisis *ya* tuvo en cuenta cualquier efecto que pudiera surgir de la competencia en el mercado de productos y en el mercado de capitales. Cuando dijimos en nuestros ejemplos en T_1 que el valor de una empresa sería $100 bajo la estructura de propiedad semióptima existente, y $110 luego del movimiento a una estructura de propiedad superior; esta diferencia de $10 *ya* incorporaba todos los efectos de todas las fuentes potenciales sobre el valor total de la empresa,

[33] Asumimos aquí que la reforma alemana seguiría la práctica norteamericana estándar, con los cambios en el gobierno de una empresa siendo iniciados por el directorio. Pero incluso si los accionistas pueden iniciar una revocación de la «codeterminación», el resultado *podría* no diferir si los accionistas llegan a la conclusión de que el *shock* de los trabajadores por haber sido echados del directorio generaría malestar o desmoralización.

incluyendo la competencia en el mercado de productos y en el mercado de capitales. Y hemos mostrado que tal diferencia en el valor total pudiera ser insuficiente para inducir a los grupos en el control a favorecer el paso a la estructura superior.

Definitivamente la globalización disuadiría la persistencia de una estructura semióptima si la diferencia en el valor total entre la mejor estructura y la estructura semióptima es suficientemente grande. Es decir, que la globalización terminará con la persistencia si las ineficiencias son siempre tan grandes que acabarían con las empresas con estructuras semióptimas, por ejemplo, que no habrían ineficiencias de «sólo 10%». Pero incluso con una fuerte competencia global en los mercados de capitales y de productos, no toda ineficiencia en las estructuras tendría consecuencias tan drásticas. Incluso con la globalización, una estructura existente podría tener costos de eficiencia limitados (en vez de ilimitados) (digamos el 10% del valor total, como en los ejemplos que usamos) y por lo tanto tendría algún poder de persistencia.

Competencia en el mercado de productos. Para examinar el punto anterior con mayor detalle, permítanos considerar por qué la competencia en el mercado de productos, sea global o doméstica, no siempre sería suficiente para impedir que los accionistas con control o los gerentes permanezcan adheridos a una estructura ineficiente.[34] Mientras que el mantenimiento de una estructura corporativa podría involucrar algunos costos de eficiencia y reducir el valor de los accionistas, no necesariamente dejaría a la compañía incapacitada de competir en el mercado de productos.

Si bien la competencia en el mercado de productos les da a los accionistas con control, gerentes, y dirigentes laborales valiosos incentivos por la eficiencia, no siempre los disuadirá de mantener una estructura que les rinde beneficios privados pero que es algo ineficiente.[35] Si por algún motivo, la elección de una empresa entre una estructura de propiedad concentrada y una de propiedad difundida no necesariamente afectaría los costos o la calidad de sus productos; podría, más bien, alterar cómo los accionistas, gerentes y accionistas con control se dividen el valor producido por la empresa. Cuando la estructura de propiedad de una compañía no afecta la calidad del producto o los costos, la competencia en el mercado de productos no limitará la elección de la empresa de una estructura de propiedad.

Incluso si la elección de una estructura de propiedad afectara la eficiencia operacional de la empresa, la competencia en el mercado de productos a menudo sólo limita débilmente a la empresa y a sus gerentes. Los mercados de productos no siempre están en una competencia perfecta.[36] Los oligopolios pueden crear indisciplinas, y los gerentes y accionistas con control pueden aprovecharse de esto. Debido a que la competencia en el mercado de productos no amenaza la supervivencia de la empresa aun si las empresas ceden en algunas eficiencias, los accionistas con control y los gerentes podrían sacrificar algunas eficiencias potenciales por los beneficios privados que el mantenimiento de la estructura existente produciría.

Mercados de capitales globales. Podría argumentarse que los mercados de capitales mundiales cada vez más globales proporcionan a las empresas, incentivos para adoptar estructuras de propiedad eficientes. Si una empresa mantiene una estructura ineficiente, continúa el argumento, la empresa sería penalizada en los mercados de capitales y se enfrentaría a una serie de obstáculos para obtener nuevo capital.[37] ¿Pero realmente los proveedores globales de capitales dejarían de lado a las empresas gobernadas ineficientemente, rehusándose a financiarlas en el futuro?

Generalmente, no se puede contar con que los mercados de capitales globales presionarán a los gerentes a moverse hacia estructuras de

[34] Comparar con EASTERBROOK, Frank H. «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence». 9 DEL. J. CORP. L. 540, 557 (1984) (argumentando que el mercado de productos limita a los gerentes y accionistas con control a elegir estructuras y acuerdos eficientes).

[35] Comparar con BEBCHUK, Lucian Arye. «*Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*«. 105 HARV. L. REV. 1435, 1466 (1992) [de aquí en adelante: BEBCHUK, «*Federalism*»] (analizando por qué la competencia en el mercado de productos «no puede desalentar a los gerentes de buscar normas que disminuyan el valor que sean significativamente redistributivas a su favor»); BEBCHUK, Lucian Arye.»*Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*». 102 HARV. L. REV. 1820, 1845-46 (1989) [de aquí en adelante: BEBCHUK, «*Limiting Contractual Freedom*»] (discutiendo cómo la competencia en el mercado de productos no puede disuadir a los gerentes de la búsqueda de modificaciones de decrecimiento del valor en la escritura de constitución que sean significativamente redistributivas a su favor).

[36] Ver TIROLE, Jean. «The Theory of Industrial organization» (1988) (discutiendo la competencia imperfecta).

[37] Ver EASTERBROOK, Frank, nota 34 *supra*, en 557.

propiedad más eficientes[38]. Muchas compañías establecidas no utilizan los mercados capitales para financiarse, en vez se financian con las utilidades no distribuidas. Cuando las empresas no utilizan financiamiento externo, sus gerentes y accionistas con control no serán forzados por los mercados de capitales. Entre las compañías que sí utilizan financiamiento externo, algunas utilizan deuda en vez de capital y los mercados de deuda a menudo no fuerzan una elección de la estructura porque esta tiene un efecto pequeño sobre la probabilidad que la compañía incumpla los pagos de la deuda.

En efecto, incluso para las empresas que se financian a través de capital, la fuerza limitante del mercado de capitales es incierta. Una estructura de propiedad ineficiente podría significar simplemente que la compañía tendrá que emitir más acciones para obtener una cifra determinada de capital. Esto podría no desalentar seriamente a la administración profesional del mantenimiento de una estructura ineficiente de propiedad (si es que poseen poco capital). Y aunque si podría limitar en algo a los accionistas con control (quienes estarían diluyendo sus propias acciones al emitir más), aun ellos podrían elegir mantener la estructura existente y absorber tal disminución mientras se financian con capital, si es que bajo la estructura existente, los beneficios privados del control son suficientemente grandes. Así, pese a que existen límites, las estructuras ineficientes podrían persistir en mercados de capitales globales.

C. Conclusión sobre la dependencia de caminos guiada por la estructura

Las estructuras de propiedad que una economía tiene dependen en parte de las que la economía tuvo previamente. Incluso cuando dos naciones tienen normas corporativas y condiciones económicas idénticas en T_1, si sus estructuras iniciales difirieron en T_0 (debido a condiciones económicas previas que se diferenciaban, por ejemplo), estas estructuras diferentes en T_0 podrían llevar a estructuras diferenciadas en T_1. Hay dos fuentes principales para esta dependencia de caminos guiada por la estructura. Primero, las estructuras originales afectan cuál será la estructura eficiente para cualquier compañía dada: los costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales, y múltiples puntos de equilibrio podrían todos hacer que la identidad de la estructura de propiedad eficiente dependa de las estructuras iniciales. Segundo, las estructuras iniciales podrían persistir debido a que los agentes que disfrutan de rentas podrían tener tanto los incentivos como el poder para impedir cambios en estas estructuras. Estas dos fuentes de dependencia de caminos guiada por la estructura pueden ayudar a explicar algunas diferencias claves entre las estructuras de propiedad de las economías avanzadas que han persistido hasta ahora. Esta dependencia de caminos estructural también podría llevar a diferencias importantes entre las estructuras corporativas de los países en el futuro.

III. DEPENDENCIA DE CAMINOS GUIADA POR LAS NORMAS

Las normas corporativas pueden afectar al gobierno corporativo.[39] Así, cuando las normas corporativas de dos países difieren, esta diferencia por sí sola podría producir diferencias en sus modelos de estructuras de propiedad corporativa. Esto plantea las preguntas de por qué—dado que todas las economías avanzadas tienen interés en proporcionarles a sus compañías normas corporativas deseables—sus sistemas de normas corporativas han sido tan diferentes, y si seguirán siéndolo en el futuro.

Las normas corporativas, argumentamos, son por sí solas dependientes de caminos. Las normas que una economía tiene en cualquier momento dependen de, y reflejan, las estructuras de propiedad y gobierno que la economía tuvo inicialmente. Esto proporciona otro canal a través del cual las estructuras de propiedad iniciales pueden afectar las elecciones posteriores de estructura: Las estructuras iniciales afectan a las normas corporativas futuras, las que a su vez afectan las decisiones futuras sobre estructuras corporativas.

Considere dos economías que tienen condiciones económicas similares en T_1. Como explicamos más abajo, las normas corporativas que *A* y *B* tienen en T_1 podrían depender de las estructuras de propiedad (y por consiguiente también de las normas) que *A* y *B* tenían antes en T_0. Esto es, si *A* y *B* tenían diferentes modelos de estructuras de propiedad en T_0, como consecuencia sus normas en T_1 podrían diferir.

[38] Comaparar con BEBCHUK, «*Federalism*», nota 35 *supra*, en 1465-66 (analizando cómo, generalmente, las restricciones del mercado de capitales no pueden privar a los gerentes de la búsqueda de algunas normas legales estatales que los favorezcan); BEBCHUK, «*Limiting Contractual Freedom*», nota 35 *supra*, en 1844-45 (analizando cómo, generalmente, las restricciones del mercado de capitales no pueden disuadir la búsqueda de los gerentes de modificaciones ineficientes de la escritura de constitución).

[39] Ver el texto que acompaña las notas 17-19 *supra*.

Observamos en la Parte III.A que las diferencias entre sistemas de normas corporativas no deberían ser evaluadas revisando los principios generales, sino examinando todos los aspectos del sistema de normas corporativas, incluyendo elementos de procedimiento, de implementación, y de imposición. En las Partes III.B y III.C identificamos y analizamos dos fuentes para la dependencia de caminos de las normas corporativas. Primero mostramos (Parte III.B) cómo las condiciones precedentes de una economía en T_0 podrían afectar la elección de las normas corporativas en T_1 asumiendo incluso que legislar es un proceso en el cual sólo se toman en cuenta consideraciones de interés público («*public-regarding*»); esto podría resultar debido a que el modelo inicial de propiedad podría afectar cuáles normas legales serían eficientes. Luego mostramos (Parte III.C) cómo la dependencia de caminos podría surgir cuando la actividad legislativa es también influenciada por la política de los grupos de interés. En este caso, el modelo inicial de propiedad podría influenciar la fuerza política relativa de los grupos de agentes corporativos. Ambas fuentes de dependencia de caminos guiada por las normas, como veremos, podrían reforzar los modelos existentes de propiedad. Y ambas podrían ayudar a explicar por qué, a pesar de que las economías avanzadas han convergido en muchas dimensiones económicas, sus sistemas de normas corporativas difieren tanto.

A. Sistemas de normas corporativas

Primero debemos aclarar a qué nos referimos al decir que dos países tienen normas corporativas diferentes o sistemas de normas corporativas diferentes. Los principios generales del derecho corporativo frecuentemente pueden ser los mismos entre los países,[40] pero hay más en juego. De este modo, todos los países avanzados pueden reconocer y aceptar un cierto principio fiduciario, pero los países *A* y *B* podrían implementarlo de manera radicalmente diferente.[41] Los principios son importantes, pero «la clave está en los detalles», y la implementación cuenta mucho. En principio dos países pueden ser hostiles al *self-dealing*, pero su tratamiento legal general del *self-dealing* podría diferir de gran forma debido a las diferencias en los procedimientos que las corporaciones deben seguir al aprobar una transacción *self-dealing*, a la naturaleza y al momento escogido de revelación de información que la empresa o el accionista con control debe hacer, a los incentivos que los inversionistas públicos o los abogados de los accionantes tienen que demandar, a los procedimientos que tales demandas deben seguir, a los niveles de escrutinio que las cortes usan, al nivel de deferencia que las cortes dan a las opiniones de los *insiders*, al punto en el cual un procedimiento de descubrimiento efectivo es disponible, y a las formas en que la pruebas serán presentadas y consideradas.

Lo que cuenta son todos los elementos de un sistema corporativo legal que ejercen presión sobre las decisiones corporativas y la distribución del valor: no sólo principios generales, sino también todas las normas particulares que los implementan; no sólo las normas substantivas, sino también las normas procesales, las prácticas judiciales, la infraestructura procesal e institucional, y la capacidad de imposición. Debido a que nuestra preocupación es con el sistema de normas corporativas «en acción» en lugar de «en los libros», todos estos elementos son muy importantes.

Finalmente, en la valoración del alcance del sistema de normas corporativas, recordar que por normas corporativas nos referimos a todas las normas que gobiernan las relaciones entre la corporación y todos sus inversionistas, accionistas, y gerentes, como entre estos agentes. Así, para los propósitos de nuestro análisis, el sistema de normas corporativas incluye no sólo a las normas del derecho corporativo, convencionalmente entendido, sino también al derecho de títulos valores y las partes relevantes de la ley que gobierna la insolvencia, las relaciones laborales, y las instituciones financieras.

B. La dependencia de caminos de las normas eficientes

Suponga que en un país dado los legisladores son completamente *public-regarding*. Aun así, las normas podrían ser dependientes de caminos debido a que la identidad de la eficiente norma legal local—la norma eficiente

[40] Ver HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. «The End of History for Corporate Law», en: GORDON, Jeffrey y Mark J. ROE (editores). «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» (de próxima aparición en el 2000) (notando que la ley básica de gobierno corporativo ha conseguido un alto grado de uniformidad entre Europa, Norteamérica, y Japón).

[41] Comparar con HERTIG, Gérard. «Convergence of Substantive Rules and Convergence of Enforcement: Correlation and Tradeoffs», en: GORDON, Jeffrey y Mark J. ROE (editores). «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» nota 40 *supra* (describiendo la variación en la calidad de la imposición).

para un país dado—podría depender de las normas y estructuras que el país tuvo en épocas anteriores.

1. Costos hundidos y complementos institucionales

Los costos hundidos y los complementos institucionales pueden inducir la persistencia eficiente. Juegos diferentes de normas podrían ser los más adecuados para diferentes tipos de compañías. Los funcionarios *public-regarding* podrían elegir en T_1 aquellas normas que mejor tomen en cuenta las estructuras y normas establecidas en T_0.[42]

Las normas legales existentes podrían tener una ventaja de eficiencia debido a que instituciones y estructuras podrían ya haberse perfeccionado para responder a necesidades y problemas que surgen bajo esas normas. En tal caso, reemplazar las normas existentes podría hacer a la infraestructura institucional y profesional existente obsoleta o que encaje defectuosamente y que requiera nuevas inversiones. Varios agentes—gerentes, propietarios, abogados, contadores, y demás—podrían haber invertido en capital humano y en formas de operación que encajan con las normas corporativas existentes. Reemplazar estas normas requeriría que estos agentes hagan nuevas inversiones y se adapten a las nuevas normas. De este modo, las normas que podrían ser eficientes para un país en T_1 podrían depender de las normas que tuvo en T_0 y de las instituciones y prácticas perfeccionadas en reacción a estas normas. Advierta que este factor reforzaría a menudo las normas existentes y, a su vez, a las estructuras de propiedad existentes.

2. Múltiples puntos de equilibrio

La dependencia de caminos de las normas que serían eficientes para una economía dada también podría resultar de múltiples puntos de equilibrio. Suponga que empresas tecnológicamente idénticas existen en T_1 en los países *A* y *B*. Suponga que, en T_0, las normas corporativas de *A* favorecieron la propiedad concentrada y que las empresas de *A* normalmente tuvieron propiedad concentrada. Y suponga que las normas de *B* en T_0 favorecieron la propiedad difundida y que sus empresas comúnmente tuvieron tal estructura. Suponga que, mientras los tipos de ineficiencias prevalecientes en *A* y *B* podrían diferir, tanto las normas de *A* como de *B* (y a su vez las estructuras de *A* y *B*) tienen costos agregados de magnitudes similares. En este caso, asumiendo incluso que los funcionarios son completamente *public-regarding* tanto en *A* como en *B*, ninguno de los grupos de funcionarios vería una razón para cambiar (y, dados los costos que estarían involucrados en el cambio, entonces verían una razón para no cambiar) a las normas del otro país.

C. La dependencia de caminos de las normas que en realidad son escogidas

La ley, evidentemente, no es siempre hecha por funcionarios *public-regarding* no influenciados por los grupos de interés. Los grupos de interés podrían influenciar la elección de las normas legales, lo que algunas veces llevaría a la elección o mantenimiento de normas ineficientes. La dinámica de la política de los grupos de interés depende del modelo de propiedad corporativa existente. Esto introduce otra fuente para la dependencia de caminos de las normas legales que a continuación examinamos.[43]

1. Condiciones iniciales y la economía política de las normas corporativas

Las normas legales son frecuentemente el producto de procesos políticos, que combinan rasgos *public-regarding* con la política de los grupos de interés. Al punto que los grupos de

[42] ¿Por qué no adoptaría cada país dos cuerpos separados de normas corporativas, uno para compañías con propiedad concentrada y uno para compañías con propiedad difundida? Si bien las normas de gobierno diferentes son posibles, los países generalmente tienen un cuerpo de normas corporativas, probablemente debido a que las economías de escala intervinieron en tener un cuerpo de leyes y los problemas resultantes de (1) la necesidad de decidir cuál cuerpo de normas aplicar y (2) el intento de los agentes por manipular sus clasificaciones. Los que se encuentren familiarizados con la historia de la quiebra corporativa norteamericana podrían recordar la fallida experiencia de la Chandler Act, vigente en los Estados Unidos de 1938 a 1978. La Chandler Act proporcionó un juego de normas para las compañías que cotizaban en bolsa (Capítulo X), y otro para las compañías cerradas (Capítulo XI). Sin embargo, en las últimas etapas de la historia del acta, las compañías que cotizaban en bolsa intentaron, muchas veces con éxito, usar el juego de normas destinadas a las compañías cerradas. En 1978, el Congreso se sintió obligado a *abandonar* los dos sistemas separados. Ver «Report of the Comision on Bankruptcy Laws of the United States»-Parte I, en 246-47 (1973).

[43] Algunos trabajos en proceso también desarrollan explicaciones de economía política de por qué las normas corporativas de los países podrían diferir. Ver RAJAN, Raghuram G y Luigi ZINGALES. «The Politics of Financial Development» (agosto 1999) (manuscrito inédito, en archivo del Stanford Law Review) (discutiendo cómo la centralización afecta el desarrollo financiero de un país); ROE, «Political Preconditions», nota 20 *supra* (discutiendo cómo los costos de agencia y las normas relacionadas podrían diferir de país en país debido a factores políticos como las políticas laborales). Las explicaciones en estos trabajos enfocan las diferencias entre los procesos políticos de los países remarcando las condiciones en vez de, como hacemos acá, en cómo la sola existencia de la política de los grupos de interés introduce la dependencia de caminos.

interés juegan un rol, que cada grupo buscará empujar hacia normas que lo favorezcan. Así, las normas corporativas que en realidad serán escogidas y mantenidas podrían depender de la fuerza relativa de los grupos de interés.

Los grupos de interés difieren en su habilidad para movilizar y luego ejercer presión a favor de las normas legales que los benefician o en contra de las que no los favorecen. Mientras más recursos y poder tenga el grupo, mayor influencia tenderá a tener en el proceso político. Esta es la razón por la cual la política de los grupos de interés podría ser influenciada por la distribución existente de riqueza y poder.[44] En particular, las estructuras de propiedad existentes afectarán los recursos (y por lo tanto la influencia política) que varios agentes tendrán y, por consiguiente, a las normas que serán escogidas. Por lo tanto, las normas corporativas en cada momento dependerán de las estructuras corporativas previas de la economía.

Esta dependencia de caminos frecuentemente inducirá a los cuerpos de normas corporativas a diferir entre los países. Cuando un cierto grupo de normas lleva al control corporativo a estar en manos de un grupo de agentes, este control sobre las estructuras existentes hará a estos agentes más influyentes en la política posterior de los grupos de interés y así hará más probable que el país vaya a tener estas normas o unas similares en el futuro. Su poder dentro de las corporaciones se traducirá en poder en el proceso político e influencia en las normas corporativas.

2. Normas que afectan las estructuras de propiedad concentrada y difundida.

Las normas legales que favorecen la concentración o dispersión de la propiedad corporativa afectan a los agentes corporativos, y estos podrían ser grupos de interés influyentes. El poder de los accionistas con control y de la administración profesional—y cuán influyentes serán en la política del derecho corporativo—depende claramente de las estructuras de propiedad existentes. De este modo, la probabilidad que las normas favorecidas por estos grupos sean escogidas o mantenidas, en cualquier punto en el tiempo, dependerá del poder que estos grupos tienen bajo el modelo existente de estructuras de propiedad.

Considere normas en contra de la adquisición del control de una empresa, que desalienten la adquisición hostil de una compañía con estructura de propiedad difundida. En los Estados Unidos, hay un arsenal de ese tipo de leyes, tanto escritas como en jurisprudencia.[45] Estas normas fomentan la propiedad difundida y son beneficiosas para la administración profesional de tales compañías. Ahora, un país que en sus inicios presenta propiedad difundida tendría un mayor apoyo de los grupos de interés hacia tales normas, que uno sin propiedad difundida al inicio. La administración profesional se beneficia de tales normas,[46] y puede usar los recursos corporativos para hacer *lobbies* frente a los legisladores.[47] Y la administración profesional es, claramente, un grupo mucho más poderoso en un país con propiedad difundida (como los Estados Unidos) que en uno con propiedad concentrada (como Alemania). Así, será más probable que un país que originalmente tiene más compañías con propiedad difundida, tenga normas en contra de las adquisiciones—normas que podrían reforzar la tendencia hacia estructuras de propiedad difundida.[48]

Otro ejemplo de normas que tienen una mayor probabilidad de ser adoptadas o mantenidas en un país con propiedad difundida, son las

[44] Ver BOYCO, Maxim; Andrei SHLEIFER y Robert VISHNY. «PRIVATIZING RUSSIA» (1995) (discutiendo los efectos de la distribución inicial de los derechos propiedad que emergen de la privatización sobre la política de los grupos de interés); HAY, Jonathan R; Andrei SCHLEIFER y Robert W. VISHNY. «Toward a Theory of Legal Reform». 40 EUR. ECON. REV. 559 (1996) (argumentando que las normas legales deberían acomodarse en vez de interferir con las practicas mercantiles existentes).

[45] Ver GILSON, Ronald y Bernard BLACK. «THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS» (segunda edición 1995) (investigando las normas legales que gobiernan las adquisiciones del control).

[46] Los accionistas con control están menos interesados en las normas en contra de las adquisiciones, debido a que un accionista con control con suficientes acciones puede detener por sí mismo una adquisición hostil, sin ayuda alguna de tales normas.

[47] Ver BAKER, C. Edwin. «Realizing Self-Realization: Corporate Political Expenditures and Redish's The Value of Free Speech», 130 U. PA. L. REV. 646 (1982) (explorando las fuerzas del mercado que dictan el contenido del discurso mercantil); BRUDNEY, Victor, «Business Corporations and Stockholders' Rights Under the First Amendment», 91 YALE L.J. 235 (1981) (discutiendo el entorno del discurso corporativo de la Primera Enmienda).

[48] Para análisis de cómo los gerentes norteamericanos han obtenido un cuerpo de leyes en contra de las adquisiciones de control, que cada vez hace más difíciles las tomas de control hostiles, ver: BEBCHUK, Lucian Arye y Allen FERRELL. «Federalism and Takeover Law», 99 COLUM. L. REV. 1168 (1999); ROE, Mark J. «Takeover Politics», en: BLAIR, Margaret (editora). «THE DEAL DECADE 321» (1993).

normas que disuaden a las instituciones financieras de adquirir y usar activamente grandes bloques de acciones.[49] En los Estados Unidos, las administraciones profesionales de las compañías con propiedad difundida prefieren estas normas y han hecho *lobbies* por ellas. Mientras más poderosos sean tales gerentes en cualquier punto del tiempo, es más probable que estas normas sean adoptadas o mantenidas. De este modo, un país que tiene propiedad difundida en T_0 (con o sin esas normas) es muy probable que las tenga adoptadas o mantenidas en T_1—y ellas harán más probable que la incidencia inicial de propiedad difundida sea mantenida o, incluso, aumentada en T_1.

Permítanos pasar ahora a las normas legales que tienen una mayor probabilidad de surgir cuando la propiedad es concentrada y de reforzar más este predominio. Las normas que permiten a los accionistas con control extraer grandes beneficios privados del control, son provechosas para los accionistas con control de las compañías que cotizan en los mercados de valores.

En un país donde, fundamentalmente, la propiedad es concentrada en T_0 (con o sin tales normas), los accionistas con control de las compañías existentes serán un poderoso grupo de interés con recursos substanciales. La influencia de este grupo hará más probable que este país vaya a tener o a mantener tales normas en T_1.[50] Y debido a que estas normas fomentan el uso o la retención de la propiedad concentrada,[51] la presencia de tales normas en T_1 a su vez ayudará a mantener o incluso a fortalecer el dominio inicial de la propiedad concentrada.

Así, el control sobre la toma de decisiones corporativas y los recursos también otorgan poder político. Aquellos que tienen control corporativo—sean accionistas con control, la administración profesional, u otros agentes—probablemente tendrán influencia por los recursos que manejan. Estos recursos les permitirán hacer *lobbies*, contribuciones a campañas, o bien ganar la influencia política de manera distinta. Estos recursos además les proporcionan visibilidad, acceso a los medios de comunicación, un status social alto, y acceso a grupos influyentes y de élite, todo lo cual puede ser muy útil para influenciar el sistema de normas corporativas.

El hecho que aquellos en el control de las corporaciones puedan presionar para mantener o incrementar las normas legales que los favorecen podría mover la dependencia de caminos, como hemos visto, en una dirección que refuerce los modelos de propiedad existentes. Esto podría ocurrir cuando las administraciones profesionales en los países con propiedad difundida apoyen las normas en contra de las adquisiciones de control o las normas que disuaden a las instituciones financieras de tener bloques de acciones, y cuando los accionistas con control en los países con propiedad concentrada apoyen a las normas que les proporcionan grandes beneficios privados del control. Tal análisis podría aplicarse también a las normas que establecen estructuras con preferencia laboral, como la «codeterminación» alemana.[52]

3. Globalización y la presión para adoptar normas eficientes

[49] Estas normas que existen en los Estados Unidos y, sin el mismo alcance, en otras economías avanzadas, desalientan la propiedad institucional con lo cual aumentan la propiedad difundida. Los intentos para reformar muchas normas financieras anticuadas de los Estados Unidos han pasado dificultades y han avanzado lentamente. Ver ROE, nota 13 *supra*, en 100, 229. Para una descripción de un fracaso reciente en tal reforma, revisar STEVENSON, Richard W. «House Leaves Finance Law of 30's Intact: Bank Lobbying Delays Glass-Steal Repeal», en: N.Y. TIMES, 1 de abril de 1998, en C1 (notando cómo el intenso *lobby* bancario impidió la derogación de una ley de la era de la depresión).

[50] Los cambios en el derecho corporativo generalmente se aplican tanto a las compañías existentes como a las futuras. Esta característica tiende a hacer persistir las normas existentes. Si fuese de otra manera, los accionistas con control podrían ser indiferentes a las normas que impiden a los *nuevos* y *futuros* accionistas con control de desviar valores, mientras ellos, los accionistas con control beneficiados, fueran gobernados por las normas antiguas que les permitían desviar valores. Ver CHARNY, David. «The Politics of Corporate Convergence», en: «ARE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS CONVERGING?» Nota 40 *supra* [de aquí en adelante CHARNY, «Politics»]. Pero esta dicotomía sería difícil de argumentar convincentemente, difícil de promulgar y difícil de imponer. Los grupos de interés usualmente deben presentar posiciones principistas, y luego empujar por lo que ellos califican de visión principista. Para una discusión de cómo la presencia de accionistas con control podría impedir reformas corporativas orientadas a reducir los beneficios privados del control, revisar BEBCHUK, «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures», nota 19 *supra*, en 25-26.

[51] Ver BEBCHUK, «RENT-PROTECTION THEORY», nota 19 *supra*; BEBCHUK, «Rent Protection and Evolution of Ownership Structures», note 19 *supra*.

[52] Una vez que la «codeterminación» está establecida, los dirigentes laborales tienen mayor poder. Y dado que estos dirigentes se benefician de la «codeterminación», su mayor poder en las condiciones iniciales del sistema aumentará las posibilidades que la «codeterminación» persista. Los trabajadores también pueden haberse resistido a los cambios y haber tenido los votos para tener éxito. Ver PISTOR,nota 22 *supra*, en 163 (mostrando la resistencia al cambio de la «codeterminación» alemana).

Una posible objeción al análisis superior se basa, nuevamente, en la globalización. La creciente globalización debería disuadir a los países de adoptar normas corporativas ineficientes, así el argumento continúa, porque las economías de aquellos países que lo hagan sufrirán.

Sin embargo, la globalización hasta ahora no ha tenido este efecto, lo cual está lejos de ser sorprendente. Los países pueden mantener normas ineficientes, y lo pueden hacer por periodos largos. De hecho no existe mecanismo que asegure que los procesos políticos produzcan y retengan sólo las disposiciones eficientes.[53]

Suponga que las normas legales de un país favorecen un sistema de gobierno «pasado de moda». ¿Tendrían las normas o empresas constituidas que haber colapsado bajo la amenaza de la intensa competencia internacional? ¿Es inestable? La respuesta es no. Lo que cuenta es si las empresas producen productos competitivos que pueden ser vendidos. La empresa puede competir, incluso con una estructura de gobierno anticuada, si compensa esta desventaja en el gobierno con una ventaja competitiva *internacional*. Si la empresa puede pagar por una inversión inmóvil a un precio menor al que las empresas de otros países pueden, fácilmente puede sobrevivir. O, el país podría subsidiar la empresa (directamente o mediante impuestos más bajos) con impuestos más altos en otras cosas (en un elemento inmóvil de la economía). Este resultado, si bien reduce el nivel de vida del país con respecto a los otros (y por lo consiguiente, tiene algún límite), no necesariamente lleva a la inestabilidad económica. La estabilidad depende tanto de la política de la nación como de la competencia global.[54] Las políticas de los grupos de interés pueden llevar a los países a acuerdos ineficientes.

El capital globalizado y los mercados de productos imponen costos a las empresas que funcionan bajo normas legales ineficientes, pero si un país está preparado para correr con estos costos, o si agentes posicionalmente poderosos dentro de la empresa pueden hacer que estos costos sean soportados por *outsiders*, incluso las normas anticuadas y costosas pueden persistir.

4. ¿Pueden los contratos, por lo general, ser sustitutos de las normas legales?

Un crítico podría argumentar que, cuando un país escoge normas legales ineficientes, los agentes corporativos las evitarán adoptando acuerdos eficientes a través de contratos. Si bien estamos de acuerdo con que los contratos alrededor de normas ineficientes a menudo funcionan, no siempre es posible hacerlos. Las normas mandatorias frecuentemente hacen que estos contratos sean imposibles. Y aun cuando contratar alrededor es permitido, con frecuencia es demasiado costoso hacerlo.[55]

Cierto, algunas normas son técnicas, involucrando sólo dos partes, y pueden ser fácilmente revertidas por contrato. Si las partes pueden cambiar la escritura de constitución y las normas «predeterminadas» favorecen a los gerentes (o a los accionistas con control), algunas veces pueden serlo. Pero tres simples ejemplos muestran que hay límites. Primero, una nación puede inducir, intencionalmente o no, la propiedad difundida manteniendo pequeñas a las instituciones que reúnen capital e impidiéndolas ser propietarias activas de grandes bloques de acciones; aquellos que quieran contratar alrededor de estas normas tendrían que construir un sistema financiero paralelo no regulado—una tarea costosa y, quizás imposible—y las fuerzas que hicieron al primer sistema ilegal probablemente también hagan ilegal al segundo.[56]

---

[53] Ver OLSON, Mancur. «The rise and decline of nations: Economic growth, stagflation, and social rigidities» 17-35 (1982) (argumentando que los grupos establecidos impiden el cambio). Los países con normas legales ineficientes podrían ni siquiera sufrir una desventaja agregada, si *todos* los países tienen algunas normas ineficientes. Todos los países podrían tener normas legales ineficientes, pero sus normas podrían ser ineficientes en diferentes sentidos con las diferencias siendo en parte dependientes de caminos.

[54] Ver ROE, Mark J. «Backlash», 98 COLUM. L. REV. 217, 219-21 (1998).

[55] Las normas tampoco pueden ser fácilmente sustituidas por reglas legales, por razones similares a aquellas que impiden a los contratos ser sustitutos de normas. Ver CHARNY, David «Nonlegal Sanctions in Commercial Relationships», 104 HARV. L. REV. 373, 429-44 (1990); CHARNY, «Politics», nota 50 *supra*; POSNER, Eric A. «Law, Economics, and Inefficient Norms», 144 U. PA. L. REV. 1697, 1728-36 (1996).Otros sustitutos aparte de un sistema financiero paralelo son imaginables, pero ellos también pueden ser muy costosos o podrían ser impedidos. Comparar con ADLER, Barry E. «Politics and Virtual Owners of the Corporation», 82 VA. L. REV. 1347, 1362-64 (1996).

[56]Comparar con ROE, STRONG MANAGERS», nota 13 *supra*, en 60-93. A fines del siglo diecinueve, la ley financiera norteamericana impidió la banca interestatal y los bancos con grandes bloques de acciones. Las aseguradoras norteamericanas trataron de terminar con este obstáculo construyendo un sistema de seguros interestatal, con las aseguradoras como propietarias de grandes bloques de acciones. Pero para 1906, una nueva ley impidió a las aseguradoras ser propietarias activas de grandes bloques de acciones.

Segundo, considere el fracaso de una nación en reducir los beneficios que un accionista con control puede extraer de una empresa. La escritura de constitución, o contrato, podría tomar las normas reductoras de beneficios que otra nación tenga e imponerlas al accionista con control. Pero adoptar estas normas en la escritura de constitución corporativa podría proporcionar beneficios limitados si, para ser efectiva, las normas necesitan del sistema de implementación—cortes, precedentes, profesionales, y normas—que la otra nación tiene. Este sistema de implementación es un «bien público» en cuanto a las partes contratantes y no puede ser constituido por esas partes del contrato de dos vías.

Tercero, para un ejemplo de normas obligatorias en las que no se puede contratar fácilmente alrededor, considere nuestro ejemplo de las normas alemanas que ordenaban la «codeterminación», cuyo mandato impone que la mitad del concejo de supervisión de la empresa esté en manos de representantes laborales. No hay manera formal de contratar alrededor de esta norma. Una estructura paralela carecería de autoridad formal dentro de la empresa y, si se le da autoridad formal (como fue ocasionalmente intentado en Alemania en los setentas y ochentas) sería ilegal bajo la Ley alemana.[57]

5. Reconstituciones

Otra forma para que los agentes corporativos «contraten alrededor» de un sistema ineficiente de normas corporativas es mediante la reconstitución en otro país. Por ejemplo, una empresa extranjera puede someterse a las normas de los Estado Unidos reconstituyéndose como, digamos, una corporación de Delaware, o se puede someter a un subgrupo de normas norteamericanas vendiendo acciones en los Estado Unidos. La reconstitución podría, en teoría, permitir a cada compañía removerse de la política de los grupos de interés locales (si las normas locales son inferiores a aquellas del otro país) y recibir las normas de ese otro país mediante la reconstitución. Con reconstituciones sin costo, las empresas podrían migrar a aquellos países con las normas legales más atractivas, con la presión resultante sobre lo países para que adopten normas eficientes por el temor a perder todas las constituciones de empresas con otros países.

Ciertamente la posibilidad de reconstitución ha afectado profundamente las normas corporativas de los Estados Unidos. Las reconstituciones han llevado a muchas empresas a migrar a Delaware y a muchos estados a adoptar normas que se aproximan a las normas que prevalecen en Delaware.[58] Pero estas migraciones han sido facilitadas en los Estado Unidos por el hecho de que las compañías norteamericanas son tratadas similarmente en todo el país independientemente del estado en el cual se han constituido. Por consiguiente, para una compañía norteamericana reconstituirse de un estado a otro es una elección «pura» de un sistema de derecho corporativo y no involucra otras consecuencias económicas.

Este, sin embargo, no es el caso para las reconstituciones de un país a otro en el mundo de hoy. Tales reconstituciones no pueden ser hechas simplemente como un instrumento para escoger un grupo diferente de normas corporativas debido a que normalmente cargarán con impuestos significativos, regulaciones, u otras consecuencias económicas. Y mientras tales impedimentos a la reconstitución existan, las reconstituciones no podrán repetir el efecto que han tenido en las normas corporativas norteamericanas en un nivel mundial.

La discusión superior sugiere una advertencia. Si el mundo se hubiera movido a un gran sistema federal, entonces las diferencias entre las normas corporativas de los países habrían desaparecido o disminuido en gran parte. Pero este sistema federal mundial no ha surgido hasta ahora. Los pasos en esta dirección han sido provisionales e infrecuentes. Y mientras no surja, la fuente de dependencia de caminos que hemos identificado en esta Parte continuará operando.

Además, incluso si las reconstituciones en otro país fueran sin costo, permitirían a empresas y agentes corporativos evitar sólo aquellas normas corporativas que dependen del lugar de constitución. Pero el sistema de normas corporativas que gobierna las relaciones entre la corporación y sus accionistas también incluye muchos elementos que no dependen del lugar de constitución—como las normas que gobiernan la insolvencia, la banca, o los

[57] Los tribunales alemanes anularon los esfuerzos por contratar alrededor de la «codeterminación» usando subcomités con una representación laboral reducida. Ver ROE, «German Codetermination», nota 24 *supra*, en 168.

[58] Las discusiones académicas persisten con respecto a si la competencia entre los estados norteamericanos ha sido beneficiosa. Comparar BEBCHUK, «Federalism», nota 35 *supra* (analizando los problemas con la competencia entre los estados sobre las constituciones corporativas), con: ROMANO, Roberta. «THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW» (1993) (apoyando fuertemente la competencia estatal). Pero ambas posiciones reconocen una migración y estandarización sustancial.

contratos laborales—que no pueden ser evitados por la reconstitución.

6. Victorias *public-regarding* sobre la política de los grupos de interés

Si bien nos hemos enfocado en esta Parte en la política de los grupos de interés, no asumimos que las normas corporativas sólo son el producto de las presiones de los grupos de interés. Como hemos mostrado en la Parte III.B, las normas corporativas serán dependientes de caminos incluso si asumimos que los legisladores son completamente *public-regarding*. Nuestro objetivo en esta Parte ha sido mostrar que los grupos de interés juegan un rol, rol que las personas pueden razonablemente discutir cuán sustancial es, que dependerá de las estructuras de propiedad existentes. Abajo ofrecemos algunos comentarios sobre que tan eficientes podrían ser las normas adoptadas a pesar de la política de los grupos de interés—e indicamos que la identidad de las normas eficientes que pueden superar las presiones de los grupos de interés podría depender aún de las estructuras de propiedad corporativa existentes.

Los cambios en las normas legales que probablemente provocarían una oposición feroz de los grupos de interés, serían aquellos que reduzcan directamente sus rentas. Un grupo de normas que podría ser más fácil de digerir son aquellas que en vez de reducir directamente las rentas, simplemente permitan los cambios transaccionales. Esto es, un país puede decidir en vez de ordenar una estructura, permitir a las partes escoger sus propias estructuras. Los ejemplos podrían incluir facilitar normas de mandato por valor, que impiden ciertas transacciones como la recompra de acciones, o que prohíben ciertas estructuras de propiedad. Este tipo de cambios en las normas son los más difíciles de resistir en términos de política pública (porque es difícil argumentar que tener una alternativa es perjudicial),[59] y los grupos de interés podrían estar menos opuestos o incluso preferir tales normas debido a que, mientras tengan suficiente control, pueden asegurarse que las transformaciones de reducción de rentas tengan lugar sólo si obtienen ganancias que compensen esta reducción en sus rentas. Algunas normas reductoras de rentas también podrían ser aceptadas debido a que la reducción de rentas es parte de un paquete más grande de reformas legales. A veces los grupos de interés pierden, y otras veces son arrastrados por una corriente de modernización. Por ejemplo, un clima nacionalista de reformas por sí mismos podría inducir a los líderes políticos a creer que el sistema financiero debe ser modernizado o hecho más competitivo internacionalmente. Debido a que el tipo de sistema financiero que un país tiene puede influenciar fácilmente sus estructuras corporativas, los beneficiados corporativos podrían perder si un país revisa su sistema financiero. Ciertamente, lo que ha habido de convergencia en las normas legales de Europa parece encajar en este modo.[60]

Otro ejemplo es que los reformadores pueden concluir que el sistema judicial debe ser mejorado en general para facilitar el comercio. La reforma podría entonces, como consecuencia, proteger a los accionistas minoritarios (y destruir las rentas de los accionistas con control) haciendo las *derivative actions* **** más sencillas. Alguna vez incluso el accionista con control (o los gerentes o los intereses laborales) pueden concluir que sus beneficios privados perdidos son menores que los beneficios públicos que acumulan con las reformas institucionales.

De este modo, los obstáculos de los grupos de interés a las leyes «*public-regarding*» no son insuperables. Pero advierta que los cambios eficientes podrían ser capaces de superar la oposición de los grupos de interés, y la forma que tendrían que tomar para vencer tal oposición, podría seguir dependiendo de la fuerza relativa de los grupos de interés existentes—y por consiguiente del modelo existente de propiedad corporativa.

D. Eliminación de las diferencias en las normas por mandato político

En las Partes precedentes, III.B y III.C, hemos mostrado que, al escoger las normas legales, las elecciones de los países dependerán de sus estructuras de propiedad existentes, y las elecciones resultantes podrían ser como consecuencia dependientes de caminos y variar significativamente entre los países. Advertimos al cerrar una calificación: las normas legales

[59] Incluso luego de que tales leyes permisivas sean adoptada, algunos cambios eficientes podrían no ocurrir debido a los intereses de los grupos privados en control. Ver el análisis del texto que acompaña las notas 27-38.

[60] TERRISE, Marie-Noëlle «L'Italie adopte des regles de gouvernement d'enterprise sur le modele brittanique» [Italia adopta normas de gobierno corporativo de acuerdo al modelo británico], en: LE MONDE, 9 de octubre de 1999. En 21.

****Nota del traductor: el término «*derivative actions*» está referido al derecho de los accionistas de acudir al órgano jurisdiccional para hacer valer un derecho de la sociedad ante la inacción de los órganos societarios. Ver: CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo y Eleanor C. HOAGUE. «Diccionario Jurídico», Tomo I, Buenos Aires, Editorial Heliasta, 2001, p.227.

podrían convergir si un proceso de integración política lleva a un grupo de países a ponerse de acuerdo en tener un grupo idéntico de normas. Esto es, si los legisladores en cada país no están permitidos de hacer sus propias decisiones con respecto a las normas corporativas, entonces la dependencia de caminos desaparecería por mandato político.

Tal proceso de integración política ya ha estado llevándose acabo en Europa. Mientras que no hay duda que, cuando los países se integran en un mismo sistema político, el mandato político puede producir normas idénticas, los funcionarios europeos hasta ahora han fracasado en sus esfuerzos por acabar con las diferencias en las normas corporativas.[61] Las dificultades con las que los funcionarios europeos se han encontrado pueden ser vistas como una manifestación de la fortaleza de las fuerzas de la divergencia que hemos analizado. Los gerentes británicos, los accionistas franceses e italianos con control, y las empresas alemanas «codeterminadas» pueden cada uno preferir un sistema de gobierno corporativo que difiera radicalmente del preferido por los otros. Pero estos agentes podrían compartir una posición común: ellos podrían desear mantener sus ventajas posicionales en sus propias empresas y así podrían todos preferir impedir que los funcionarios de la Unión Europea impongan un grupo común de normas corporativas.[62]

Una descripción simple resulta instructiva:

> La Comisión [Europea] ha estado promoviendo el concepto de un estatuto europeo para las compañías por 26 años. Los sucesivos presidentes [UE] lo han puesto en sus agendas, sólo para verlo zozobrar con argumentos que van desde el estado de los miembros hasta materias como los derechos de los trabajadores.
>
> Lo que retrasa el acuerdo es que las compañías no existen asiladamente sino incrustadas en la vida social de los países.[63]

De cualquier forma, sin tener en cuenta cuán fácil es el poner normas legales idénticas desde el centro por mandato político, el análisis en esta Parte se ha enfocado en el caso común en el cual los legisladores en cada país son libres de escoger las normas corporativas del país. Y en esta situación común, sus elecciones probablemente serán dependientes de caminos.

E. Conclusión sobre la dependencia de caminos guiada por las normas

Hemos mostrado en esta Parte que las normas corporativas que afectan las elecciones de estructura de propiedad, son dependientes de caminos. La elección de algunas normas corporativas depende del modelo existente de propiedad. Primero, los legisladores *«public-regarding»* podrían encontrar frecuentemente que las estructuras e instituciones existentes, desarrolladas para adaptarse a esas estructuras, afectan cuáles serían las normas eficientes para adoptar y mantener. Segundo, la política de los grupos de interés afecta la elección de las normas legales al punto que

[61] La muerte de la Quinta Directiva Europea es discutida en DU PLESSIS, J.J. y DINE, J. «The Fate of the Draft Fifth Directive on Company Law: Accommodation Instead of Harmonisation», 1997 J. BUS. L. 23. Similarmente, la propuesta por la Decimotercera Directiva, que estaba destinada a unificar las leyes europeas de adquisiciones de control, fue archivada. Ver «Proposal for a 13th Council Directive on Company Law, Concerning Takeover and Other General Bids», BULL. OF EUR. COMMUNITIES (marzo de 1989) (presentado al Concejo por la Comisión Europea el 19 de enero de 1989). El último esfuerzo es el de construir un estatuto corporativo europeo, con las empresas teniendo la opción de usar el código local o el código europeo. Ver SCHMID, John. «Labor's Equal Role Gets a Second Look in Germany: Why Keep Workers in the Boardroom?» En: INT'L HERALD TRIB., 30 de junio de 1997, en 1 (discutiendo la reacción alemana a la propuesta europea de establecer un estatuto europeo de compañías). *Pero ver* BERGLÖF, Eric. «Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda», ECON. POL'Y, abril de 1997, en 93, 94 («A pesar de los recientes intentos para revivir la idea, las esperanzas de un *Société Européenne* [el estatuto europeo de compañías] actualmente se muestran oscuras.»).La uniformidad podría llegar vía las decisiones judiciales que socavan la doctrina «*seat of business*», que hace que la nación de constitución sea la nación donde el negocio principal de la empresa se encuentra. Una reciente decisión judicial europea abre el camino para tal movimiento de nuevas constituciones. Ver «Centros Ltd. v. Erhervs-og Selskabsstyrelsen» [1999] E.C.R. Caso C-212/97 (permitiendo a una empresa danesa sin negocios en Gran Bretaña constituirse ahí). Si tal desarrollo tomas raíces, el cambio podría ocurrir.

[62] Y los países también pueden volverse hostiles hacia estructuras y formas de comercio extranjeras. Las élites francesas, por ejemplo, se muestran hostiles hacia los mercados liberalizados anglosajones y están orgullosos de los negocios de propiedad familiar que perduran por varias generaciones. Ver MAURUS, Véronique. «Le secret des Hénokiens», en: LE MONDE, 18 de marzo de 1998, en 12 (notando la tradición de las familias propietarias de las grandes empresas en Francia). Los líderes empresariales norteamericanos se enorgullecen de evitar las estructuras cerradas de Europa continental.

[63] WAGSTYL, Stefan y Neil BUCKLEY. «Birthpangs of a Colossus», en: FIN. TIMES, 12 de julio de 1996, en 17 (énfasis del autor). Ver también: HOPT, Klaus J. «COMPANY LAW IN THE EUROPEAN UNION: HARMONIZATION OR SUBSIDIARITY» (Centro di studi e ricerche di diritto comparato e staniero Conference Paper No. 31, 1998) (notando que no ha surgido en Europa un derecho corporativo común).

su dinámica y consecuencias podrían depender, de nuevo, de las estructuras de propiedad existentes. Efectivamente, hemos mostrado cómo esta interacción entre las estructuras de propiedad concentrada y las normas mercantiles plausiblemente podría haber inducido la persistencia de las diferentes estructuras. Así, las dos fuentes de dependencia de caminos que hemos identificado pueden ayudar a explicar por qué las diferencias substanciales en los sistemas de derecho corporativo han persistido hasta ahora.

IV. OTRAS BASES PARA LA DIVERGENCIA PERSISTENTE

En esta Parte enunciamos otras razones para la persistencia de las diferencias en gobierno y estructuras de propiedad corporativa entre las economías avanzadas. Estas razones no están enraizadas en la dependencia de caminos; más bien se ocupan de las formas en que algunos parámetros importantes difieren entre estas economías. Los ponemos sobre la mesa por minuciosidad y también porque ellos refuerzan las razones de dependencia de caminos para la continuidad de la divergencia.

A. Diferencias de opinión

Hemos asumido que tanto legisladores como planificadores corporativos alrededor del mundo pueden y podrían todos identificar cuáles normas y estructuras serían eficientes. Pero los legisladores y agentes corporativos discrepan hoy, han discrepado en el pasado, y con toda probabilidad continuarán discrepando sobre cuáles estructuras y normas corporativas son mejores.

A menudo el conocimiento teórico y empírico no nos dice con seguridad cuál estructura o norma corporativa sería la más eficiente. Pero sin la seguridad teórica o empírica, agentes corporativos y legisladores pueden discrepar sobre cuáles estructuras y normas son mejores. Las diferencias persistentes de opinión podrían haber proporcionado, y sospechamos que probablemente continuarán proporcionando, diferencias persistentes en normas y estructuras. En efecto, es suficiente revisar estos temas en las revistas jurídicas o en la literatura financiera para ver cómo, incluso en el mismo país y en la misma cultura, pocos temas corporativos básicos han sido resueltos.[64]

Ahora podría ser argumentado que, incluso sin la convergencia de opiniones, la selección natural podría ser suficiente para asegurar que las estructuras eventualmente tomarán una forma eficiente. En esta visión, para tener la convergencia hacia la eficiencia, los agentes no necesitan descubrir explícitamente qué es lo óptimo. Sólo las estructuras óptimas sobrevivirán, y la selección natural eliminará a las ineficientes. Las personas, continúa el argumento, no necesitan haber entendido que las tiendas en Miami deberían vender trajes de baño en vez de pieles. Las tiendas que venden pieles en Miami habrían quebrado y las que venden trajes de baño habrían prosperado (salvo que hubiese muchas de ellas); un equilibrio habría surgido rápidamente con las tiendas vendiendo el producto óptimo.

Pero este cuento de la selección natural, si bien tiene fuerza para las tiendas que venden pieles en Miami, podría no ser tan convincente para las normas y estructuras corporativas. Porque la elección de una estructura de propiedad es sólo uno de los muchos aspectos que determinarán el éxito de una empresa, la selección natural por sí sola (sin que los agentes reconozcan la ineficiencia) no necesariamente eliminaría las estructuras ineficientes. De la misma manera, mientras los agentes no reconozcan la ineficiencia de ciertas normas corporativas, la selección natural no eliminaría a las economías que usen estas normas; al margen estas economías podrían volverse más pobres, pero no serían destruidas. Entonces, la selección natural por sí sola no eliminaría las normas legales y las estructuras de propiedad ineficientes. La *performance* relativamente peor de esas normas y estructuras podría llevar a su reemplazo sólo si las personas que toman las decisiones reconocen que las normas y las estructuras son de hecho ineficientes. Y, como discutimos arriba, el identificar cuáles normas y estructuras son ineficientes podría ser difícil no sólo para los investigadores sino para las personas que toman las decisiones.

B. Diferencias en empresas y mercados

Para enfocarnos en las razones dependientes de caminos para la divergencia, hemos asumido que las economías avanzadas de las que nuestra investigación se ocupa son similares en todas las condiciones económicas

[64] Por ejemplo, luego de gran debate en la literatura, todavía existen diferencias substancial entre los investigadores sobre la regulación deseable de las adquisiciones de control corporativas. Ver, por ejemplo, GILSON y BLACK, nota 45 *supra*, en 730-889.

relevantes—y, en particular, tienen empresas y mercados similares. Dejar de lado este supuesto introduce más razones para la persistencia de las diferencias.

El tamaño de la economía. Algunos países son más pequeños que otros. El tamaño de la economía influye en el tamaño de distribución de sus compañías y en el tamaño de su mercado de capitales. La estructura óptima podría depender del tamaño de una compañía y del tamaño del mercado de capitales de la nación.[65]

Lo que hacen las empresas. Los países se pueden diferenciar mucho en lo que sus empresas hacen y cómo operan. Los países se diferencian en ubicación, recursos naturales e inversiones en capital humano. Estas importantes diferencias, como los beneficios de la especialización y la red de externalidades, podrían llevar a diferencias entre los países en lo que sus corporaciones hacen. Y estas diferencias pueden llevar a estructuras de gobierno y de propiedad diferentes. Las normas y estructuras corporativas óptimas podrían depender del tipo de tecnologías, inversiones, y fuerza laboral que una compañía tiene. Así, si los países difieren sistemáticamente en sus empresas y tecnologías, entonces las normas legales que serían las más eficientes para ellos podrían diferir,[66] y las estructuras de propiedad corporativa que serían las más eficientes también diferirían.

C. Diferencias en cultura, ideología, y política

Hemos considerado a las normas legales como un producto de (i) valoraciones *«public-regarding»* como cuáles normas producirían el valor más alto, distorsionadas por (ii) la política de los grupos de interés. Pero no somos completos materialistas. La cultura y la ideología, no sólo maximización del valor e interés personal, podrían influenciar la elección de derecho corporativo de un país. La cultura norteamericana, por ejemplo, resiste la jerarquía y la autoridad centralizada más que, digamos, la cultura francesa. Los ciudadanos alemanes están orgullosos de la «codeterminación» nacional. Las familias propietarias de Italia pueden obtener utilidades especiales de un negocio familiar con tradición,[67] mientras que una familia norteamericana podría preferir vender la compañía tempranamente y que un descendiente se presente al Senado.

Un vínculo entre ideología política y estructuras de propiedad corporativa es analizado por uno de los autores en otra parte.[68] De acuerdo a ese análisis, los países donde las ideologías social demócratas son las dominantes pueden entregarles autoridad a los empleados más que los países con otros tipos de gobiernos, poniendo una mayor presión en los gerentes al tomar una posición favorable a los trabajadores en vez de a los propietarios. En consecuencia, los propietarios pueden preferir mejores medios de control (para resistir esta presión), y estos pueden ser propiedad concentrada. Así, no sólo la demanda por cambios en las normas podría ser débil en las democracias sociales, sino las demandas por estructuras de propiedad y de gobierno diferentes pueden persistir mientras las diferencias políticas lo hagan.

CONCLUSIÓN

Hemos desarrollado en este trabajo una teoría sobre dependencia de caminos de estructuras de gobierno y propiedad corporativa. Mostramos cómo en cualquier punto en el tiempo las estructuras corporativas que una economía tiene probablemente dependan de aquellas que tuvo antes.

Un tipo de dependencia de caminos es guiada por la estructura. Mostramos cómo las estructuras iniciales de propiedad de una economía influenciaban directamente las elecciones posteriores de estructuras de

[65] Comparar con: ACEMOGLU, Daron y Fabrizio ZILIBOTTI. «Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth», 105 J. POL. ECON. 709, 745 (1997) (ofreciendo una teoría de desarrollo económico que conecta el grado de lo incompleto del mercado con la acumulación del capital y el crecimiento); BAUMOL, William J. y Ralph E. GOMORY. «Inefficient and Locally Stable Trade Equilibria Under Scale Economies: Comparative Advantage Revisited», 49 KYKLOS 509, 510-16 (1996) (analizando el ineficiente equilibrio comercial producido por las economías de escala a pesar de los mecanismos el mercado).

[66] Esta afirmación supone algunas economías de escala para las normas corporativas—por ejemplo, que costaría más proporcionar un sistema de derecho corporativo separado a cada grupo de compañías y por lo tanto cada país desarrollará un sistema para que encaje mejor con sus empresas típicas. Para un ejemplo del fracaso de una nación en desarrollar sistemas de derecho corporativo separados, revisar la discusión en la nota 42 *supra* (discutiendo el fracaso norteamericano en bifurcar la quiebra en empresas públicas y empresas cerradas, y la fusión eventual de los sistemas).

[67] Ver BOHLEN, Celestine. «A Delphic Oracle Has Seen the Future, and Likes It», en: N. Y. TIMES, 14 de abril de 1998 en A4 (describiendo cómo el prestigio de Giovanni Agnelli se basa en el control de su familia de la Fiat, la empresa italiana de fabricación de automóviles).

[68] Ver ROE, Mark «Political Preconditions», nota 20 *supra*

propiedad. Identificamos dos razones para esta dependencia estructural—una basada en eficiencia y otra en la búsqueda de rentas. Primero, debido a costos hundidos de adaptación, complementos institucionales, externalidades de red, atributos iniciales y múltiples puntos de equilibrio, la estructura eficiente depende parcialmente de las estructuras con las cuales la compañía y/u otras compañías de su entorno empezaron. Segundo, las estructuras de propiedad existentes podrían tener, incluso con algunas ineficiencias, poder de persistencia debido a la búsqueda interna de rentas. Como hemos mostrado, aquellos grupos que participan del control bajo las estructuras existentes podrían tener los incentivos y la capacidad para impedir cambios que si bien aumentarían la eficiencia, reducirían sus beneficios privados del control.

El otro tipo de dependencia de caminos es guiada por las normas. Mostramos que las estructuras de propiedad iniciales afectan a las estructuras posteriores al afectar también a las normas corporativas bajo las cuales estas estructuras posteriores serán escogidas. Identificamos dos razones—una basada en eficiencia y otra en la política de los grupos de interés—por las cuales las normas legales de un país en cualquier punto en el tiempo podrían estar influencias por los modelos de propiedad que el país tuvo antes. Primero, asumiendo incluso que las normas legales son escogidas sólo por razones de eficiencia, los modelos iniciales de propiedad influencian en la determinación de qué normas serían eficientes. Segundo, las estructuras iniciales de propiedad corporativa de un país influencian en el poder que varios grupos de interés tendrán en el proceso político que produce las normas corporativas. Así, las estructuras iniciales de propiedad que le dieron el control a cierto grupo de agentes corporativos (digamos, administración profesional o accionistas con control) aumentarían la probabilidad que posteriormente el país tenga las normas preferidas por estos grupos.

Nuestro análisis arroja luces sobre por qué las economías avanzadas difieren en sus patrones de propiedad y gobierno corporativo. Puede explicar por qué, a pesar de las fuerzas poderosas de globalización y eficiencia, algunas diferencias claves han persistido hasta ahora. También puede proporcionar una base para predecir que diferencias importantes podrían persistir en el futuro. La dependencia de caminos es una fuerza importante—una que los estudiantes de gobierno corporativo comparativo necesitan reconocer—en moldear al gobierno y propiedad corporativa alrededor del mundo.

Cuadro I

División del Valor de la empresa en T_1 bajo propiedad concentrada

	Acciones	Porcentaje de Valor	Valor
Bloque de control	50	60%	$1.20 por acción
Acciones minoritarias	50	40%	$0.80 por acción
Total de la empresa	100	100%	$100
Valor total			$60 en el bloque de control + $40 en acciones minoritarias = $100

Cuadro II

División del valor de la empresa en T_1 bajo propiedad difundida

	Acciones	Porcentaje del valor	Valor
Bloque de Control	0		
Acciones minoritarias	100	100%	$110
Total	100	100%	$110
Total del accionista con control			$110 en efectivo

RODRIGO, ELIAS & MEDRANO

ABOGADOS

Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades:

Reflexiones sobre la Protección de las Minorías

José Antonio Payet
Abogado, Master en Derecho Harvard Law School
Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú

Sin lugar a dudas, uno de los temas más importantes y trascendentes en el sistema de buen gobierno corporativo, es el referido a la protección de las minorías, el mismo que ha alcanzado especial importancia en las normas que procura el Derecho de Sociedades y con mayor énfasis en aquellas referidas a las sociedades anónimas.

En el siguiente artículo, el autor reflexiona -sobre la base de algunos conceptos básicos del Derecho de Sociedades- el diseño de una estructura legal eficiente de protección de minorías que tenga como propósito la reducción de los costos de agencia, sin que ello implique afectar las características esenciales que le otorgan valor y utilidad en la actividad empresarial, a la figura de la sociedad anónima, En virtud de ello, propone privilegiar mecanismos de control *ex post* como las acciones de responsabilidad, así como el establecimiento de un régimen de responsabilidad más exigente con las infracciones al deber de lealtad.

A la luz de dichos planteamientos, revisa algunas disposiciones de nuestra legislación relacionadas con la protección de minorías y en base a ello propone modificaciones normativas que respondan a la realidad de los grupos societarios.

I. Introducción

La cuestión del gobierno de las sociedades ha venido en los últimos tiempos a adquirir una notoriedad especial y a recibir una gran atención por parte de juristas, empresarios y autoridades. Todo ello se ha vuelto particularmente intenso luego de los escándalos corporativos de los últimos años, en especial el caso Enron. En este contexto, han surgido, o se han acentuado, las preocupaciones de los inversionistas, los reguladores y los gobiernos, por el manejo de las grandes empresas y la protección de sus accionistas y acreedores.[1] En los Estados Unidos a mediados de 2002 el Congreso aprobó la ley Sarbanes - Oxley mediante la cual se establecen nuevas obligaciones y responsabilidades de los administradores respecto de la información sobre las operaciones y la situación de la empresa y se dispone la regulación y supervisión gubernamental de las auditoras.[2] En la Unión Europea, en noviembre de 2002 el Comité de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades designado por la Comisión emitió un informe conteniendo recomendaciones para una profunda reforma del Derecho de Sociedades europeo.[3]

Este proceso no ha dejado de tener repercusiones en el Perú. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) y la Bolsa de Valores de Lima, así como otras organizaciones, han iniciado esfuerzos para promover las prácticas de buen gobierno corporativo en las empresas y se ha elaborado ya en nuestro país un Código de Buen Gobierno para las sociedades.[4] Adicionalmente, la Conasev ha hecho públicas varias propuestas de reforma de la legislación societaria y del mercado de valores, que a criterio de esta entidad serían necesarias o convenientes para la protección de los accionistas minoritarios.[5] Existen también numerosas propuestas en el Congreso de la República en ese sentido. El momento es oportuno, entonces, para reflexionar sobre el gobierno de las empresas y el Derecho de Sociedades.

Como lo señaló el Informe Cadbury hace ya más de diez años, «el gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades».[6] Esta definición permite constatar que el concepto de gobierno corporativo en sí no tiene mucho de novedoso. Se trata simplemente del conjunto de reglas e instituciones que determinan la forma como se conducen, dirigen y administran, las empresas. Este sistema existe, como es evidente, desde que surge la empresa moderna. De hecho, el gobierno de las empresas es, a fin de cuentas, el objeto del Derecho de Sociedades: la organización y el funcionamiento de las sociedades, las relaciones entre sus socios, entre éstos y los administradores, y las relaciones de la sociedad con sus acreedores y otros terceros interesados.

Con ello no pretendo sostener que existe identidad entre el Derecho de Sociedades y

[1] Ver, por ejemplo, los comentarios de Harvey L. Pitt, Chairman de la Securities and Exchange Comission en publicados el Diciembre 11, 2001 en el Wall Street Journal, bajo el título «How to prevent future Enrons».

[2] Sarbanes-Oxley Act of 2002, 116 Stat. 745.

[3] Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Frameworf for Company Law in Europe, Bruselas, 4 de noviembre de 2002.
El documento es conocido como Informe Winter debido a que el presidente de la Comisión de Extertos es el profesor Jaap Winter.

[4] Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, Lima, julio de 2002.

[5] Ver, Propuestas normativas orientadas a promover una mayor protección al inversionista carente de control empresario; Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las sociedades peruanas; y Proyecto de ley que incorpora la acción derivada en la ley del mercado de valores, publicados en la página web de Conasev (www.conasev.gob,pe).

[6] Informe del Comité sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo, Reproducido en ESTEBAN VELASCO, Gaudencio (coordinador), El gobierno de las sociedades cotizadas, Marcial Pons, Madrid, 1999.

el gobierno corporativo. En verdad, éste último comprende aspectos que no son normas jurídicas – tales como los códigos de cumplimiento voluntario – o que resultan por completo externos a la sociedad – como las políticas crediticias de las instituciones financieras o las prácticas de los inversores institucionales en relación con las sociedades en las que invierten[7] Sin embargo, no puede soslayarse que el Derecho de Sociedades es parte – y una parte central – del sistema de gobierno corporativo y, por tanto, las tendencias en materia de éste último han de afectar necesariamente la evolución del primero. La finalidad que buscan las normas de buen gobierno corporativo con frecuencia será la misma que procura el Derecho de Sociedades.

En este artículo, quisiera reflexionar sobre algunos conceptos básicos que inspiran y dan racionalidad al Derecho de Sociedades y que sustentan el movimiento a favor de las prácticas de buen gobierno. Luego, a la luz de esos conceptos, quisiera pasar revista a la regulación de algunas de las instituciones del Derecho de Sociedades peruano inspiradas en la protección de accionistas minoritarios y la prevención de abusos contra las minorías en la sociedad anónima y a algunas propuestas que se vienen discutiendo sobre estos aspectos. Considero que es esencial que cualquier proceso de reforma normativa se realice con una clara visión de la realidad subyacente a la regulación y de los efectos que las normas propuestas pudieran tener. Creo importante, además, que se examine los avances sobre la materia en otras jurisdicciones, pues la simple constatación de la forma como ciertos problemas han sido solucionados en el Derecho comparado puede aliviar el temor a adoptar soluciones que pudieran parecer aventuradas o excesivamente originales que a veces afecta a algunos de nuestros juristas, legisladores y reguladores.

Es prácticamente un lugar común señalar que la sociedad anónima es el vehículo por excelencia de la actividad empresarial. La inmensa mayoría de las grandes empresas revisten esta forma jurídica. Sin embargo, más importante que la mera constatación de ese hecho es el análisis de cuáles son las características de la sociedad anónima que han determinado su utilización tan generalizada. La sociedad anónima es un producto jurídico que se ha impuesto en forma abrumadora en el mercado. Los usuarios – en este caso los empresarios y los inversionistas – la han elegido frente a muchas otras formas de organización jurídica de la actividad empresarial. En este sentido, es esencial establecer dónde reside el valor o la utilidad de la sociedad anónima como cauce para la actividad empresarial. Sólo de esa manera las reformas que se puedan realizar con la finalidad de corregir imperfecciones o cubrir vacíos en la regulación no correrán el riesgo de afectar precisamente aquellas características en las que reside el valor de este tipo de estructura legal.

En este contexto, no debe perderse de vista que la sociedad anónima es una creación jurídica que sirve para la realización de la actividad empresarial. Allí reside su propósito y utilidad. Es por ello que toda propuesta de reforma debe serse extremadamente cuidadosa de no afectar precisamente ese valor, en busca de proteger otros intereses cuya satisfacción no es el fin primario de la sociedad. Al respecto, resulta aleccionadora la reflexión del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades de la Unión Europea en la introducción del Informe Winter, a propósito del proceso de armonización del Derecho de Sociedades en la Unión: «El satisfacer las necesidades de las empresas no ha sido una característica de este ejercicio de armonización. El ejercicio ha estado dirigido mayormente a establecer un nivel de protección adecuada – a lo largo de la Unión – para aquellos involucrados o afectados por los negocios de la compañía, en particular accionistas y acreedores, con miras a evitar una carrera al fondo entre los Estados Miembros...Al hacerlo, podemos haber perdido de vista lo que el Grupo cree que es el propósito principal del Derecho de Sociedades: proveer un marco legal para que aquellos que desean emprender actividades empresariales eficientemente, puedan hacerlo en la forma que consideren más adecuada para lograr el éxito.

El Derecho de Sociedades debe antes que todo facilitar la conducción de empresas eficientes y competitivas. Esto no significa ignorar que la protección de los accionistas y los acreedores es una parte integral de todo Derecho de Sociedades. Pero continuando, el Grupo considera que un eje importante de la política de la UE en materia de Derecho de Sociedades debe ser desarrollar e implementar mecanismos de derecho societario que incrementen la

[7] Ver, en general, el documento denominado Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview, publicado por el Banco Mundial en 1999.

eficiencia y competitividad de las empresas a lo largo de Europa».[8]

II. Empresa, Sociedad Anónima y Derecho de Sociedades.

Valor y utilidad de la sociedad anónima

Como lo ha señalado Robert Clark, la sociedad anónima permite facilitar enormemente la reunión de grandes capitales provenientes de numerosos inversionistas y organizar eficientemente empresas con muchos propietarios y empleados. La necesidad de los empresarios de captar fondos de muchos inversores para conformar los capitales requeridos para las grandes empresa, y la simultánea disposición (o necesidad) de inversores individuales e institucionales de colocar capitales en diferentes empresas con la finalidad de obtener un retorno adecuado sin involucrarse en la conducción del negocio, constituyen la principal fuerza que explica el desarrollo de la sociedad anónima. La sociedad anónima tiene valor en gran parte porque permite la existencia de una minoría pasiva, que confía sus capitales al controlador, pero no se involucra en la gestión. Clark sostiene que la sociedad anónima ha podido servir eficientemente a esta necesidad empresarial debido a cuatro características fundamentales: la responsabilidad limitada, la libre negociabilidad de las participaciones sociales, la personalidad jurídica y la administración centralizada.[9]

La personalidad jurídica y la atribución a la sociedad de la capacidad de contar con sus propios órganos de administración y, por ende, con una administración centralizada, son un elemento esencial, que hace posible la inversión en una empresa sin que el inversor tenga que involucrarse en la gestión. Como lo dice Clark, «el hecho más importante en el derecho de sociedades es que el poder de administrar es centralizado. Tradicionalmente, el directorio de la sociedad ha tenido la facultad de administrar los negocios de ésta».[10] Añade más adelante que «la función básica de la administración centralizada creada por el derecho de sociedades es facilitar la especialización de roles. Aunque es posible que haya ciertas superposiciones, los inversionistas pueden dedicarse, pura y simplemente, a ser inversionistas, y los administradores dedicarse a ser sólo administradores»[11] En esta forma, la administración centralizada hace que puedan existir administradores profesionales, que se encarguen de gestionar una empresa de la que no son dueños, e inversionistas pasivos, que puedan participar en los riesgos y los beneficios de una empresa, sin involucrase en su gestión.

Evidentemente, esta especialización de roles no sería posible sin la responsabilidad limitada y la libre negociación de las acciones. La responsabilidad limitada permite que un inversor adquiera una participación en una empresa arriesgando sólo la suma invertida, sin poner en riesgo la integridad de su patrimonio. Esto, a su vez, permite las inversiones pasivas. Si no hubiera responsabilidad limitada, difícilmente un inversor aceptaría someter todo su patrimonio al riesgo de la empresa sin involucrase en la gestión o controlarla en forma cercana y directa. Asimismo, la responsabilidad limitada permite reducir el riesgo de las inversiones a través de la diversificación: sin responsabilidad limitada un inversor soportaría más riesgo mientras más empresas incorpore en su portafolio, al exponerse sin límite a las pérdidas de cada una de las sociedades emisoras[12] De esta manera, la responsabilidad limitada permite y promueve las inversiones pasivas. Por otro lado, la libre negociabilidad de las acciones incrementa también la disposición de un inversor a realizar una inversión pasiva. Al otorgar liquidez a la inversión, la libre transmisibilidad permite que, mediante la enajenación de sus acciones, un inversor tenga siempre la posibilidad de realizar o liquidar su inversión si lo considera conveniente por cualquier razón, incluso, por ejemplo, si considera que la administración de la sociedad no es adecuada. Por eso se dice que la regla de Wall Street es que los inversionistas «votan con los pies». Al no tener su inversión atada «de por vida» a los destinos de la empresa, el inversionista tiene menos razones para involucrarse en la gestión.

Los problemas del modelo

Las características básicas de la sociedad anónima, que explican su valor y su utilidad

[8] Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November, 2002, págs. 29 – 30 (en adelante, citado como «Informe Winter sobre Sociedades»).
[9] CLARK, Robert, Corporate Law, Little, Brown and Company, Boston, 1986, págs 1 – 2.
[10] CLARK, op. Cit. Pág. 21.
[11] CLARK, op. Cit. Pág. 24.
[12] Sobre la función económica de la responsabilidad limitada en las sociedades anónimas, ver EASTERBROOK, Frank H. Y FISHEL, Daniel R., The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, Cambridge, 1991, págs. 40 – 52. Ver también FERRAN, Ellis, Company Law and Corporate Finance, Oxford University Press, Oxford, 1999, págs. 16 – 25.

como forma jurídica de la actividad empresarial, plantean también los principales problemas que aborda el Derecho de Sociedades. En particular, la responsabilidad limitada puede ser utilizada como un mecanismo para abusar o defraudar a los acreedores; la libre negociabilidad de las acciones puede dar lugar a engaños en la venta de valores o al uso indebido de información privilegiada; y la administración centralizada crea la posibilidad de que los administradores usen los bienes sociales en beneficio propio en lugar de maximizar el beneficio de la sociedad y sus accionistas.[13] En este contexto, con frecuencia se señala que el problema fundamental que debe resolver el Derecho de Sociedades es el de las consecuencias de la separación entre propiedad y control respecto de la relación entre accionistas y administradores.

La tesis de Bearle y Means sobre la separación entre propiedad y control en las grandes sociedades estadounidenses ha sido el eje fundamental alrededor del cual ha girado gran parte del debate sobre el rol del derecho de sociedades con relación a las empresas modernas. Como lo señalan Choper, Cofee y Gilson, «probablemente ningún tema relacionado con el rol o la legitimidad de la sociedad anónima abierta ha generado la misma controversia entre los economistas que la tesis de Bearle y Means, que postula que la difusión de la propiedad del accionariado ha dado lugar a una separación entre la propiedad y el control en virtud de la cual los administradores de la sociedad pueden procurar sus propios intereses en gran medida prescindiendo de cualquier limitación impuesta por los accionistas».[14] Para Bearle y Means, que escriben en los años 30, el crecimiento de una corporación moderna sólo era posible recurriendo al accionariado difundido. En tal sentido, estos autores observan que el acelerado desarrollo de las grandes empresas norteamericanas a principios del siglo pasado, vino acompañado por una cada vez mayor dispersión del accionariado. Conforme a la tesis de Bearle y Means, la dispersión del accionariado llevaba irremediablemente a la pérdida del control de los propietarios sobre las empresas y al surgimiento de un nuevo grupo de poder, conformado por los gerentes o administradores profesionales, cuyos intereses diferían de los de los accionistas.[15]

La separación entre propiedad y control trae consigo lo que los economistas han calificado como un problema de agencia. Como lo explica Michael Jensen, «una relación de agencia [es] un contrato bajo el cual una o más personas – los principales – contratan a otra persona – el agente – para que realice algún servicio en su beneficio que involucra delegar algún grado de discreción al agente. Si ambas partes de la relación buscan maximizar su beneficio personal, hay buenas razones para pensar que el agente no siempre actuará en el mejor interés del principal... Dado que la relación entre los accionistas y los administradores de una sociedad encaja en la definición de una relación pura de agencia, no debería causar sorpresa descubrir que los problemas asociados con la separación entre propiedad y control en las sociedades modernas de accionariado difundido estén íntimamente asociados con el problema general de agencia».[16]

Así, los conflictos de interés entre administradores y accionistas, la posibilidad de que aquellos, dada la discreción de que gozan, puedan utilizar los recursos sociales en su propio beneficio, y los remedios o soluciones que el derecho ofrece a esta problemática, constituyen un aspecto central del Derecho de Sociedades. Esta es, igualmente, la preocupación central del movimiento a favor de las buenas prácticas de gobierno corporativo. El reto, tanto para el Derecho de Sociedades, como para el movimiento a favor del buen gobierno corporativo en general, es hallar mecanismos que puedan solucionar estos conflictos sin afectar los elementos esenciales de la sociedad anónima, que son los que, en primer lugar, le han dado valor y utilidad para la actividad empresarial.

Uno de estos elementos fundamentales es la capacidad de los administradores o del accionista controlador de adoptar libremente las decisiones que considere más convenientes desde el punto de vistas empresarial. La capacidad de dirección de la mayoría es un elemento esencial en la configuración de la sociedad anónima que no puede ser trastocado sin afectar gravemente la utilidad de esta estructura jurídica. Es en este marco que debe enfocarse el tema de la protección de las minorías en las sociedades anónimas.

[13] CLARK, op. Cit. Págs. 32 – 34.
[14] CHOPER, Jesse, COFFEE, John y GILSON, Ronald, Cases and Materials on Corporations, Aspen Law & Business, New York, 2000, pág. 29.
[15] Ver, BECHT, Marco, Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, European Corporate Governance Network, 1997, págs. 17 y ss.
[16] JENSEN, Michael, A Theory of the Firm, Harvard University Press, Cambridge, 2000, págs. 85 – 86.

III. Mayoría y minoría en la sociedad anónima

Los bloques de control

Aún en las grandes empresas y en las sociedades anónimas que podríamos denominar «abiertas», en nuestro país, uno difícilmente encontrará sociedades anónimas de accionariado disperso como aquellas que dieron origen a la tesis de Bearle y Means. Más bien, prevalece en las grandes empresas peruanas listadas una estructura con bloques accionariales de control, generalmente mayoritarios, con presencia de accionistas minoritarios. En este sentido, la realidad de las grandes empresas peruanas es más parecida al modelo europeo continental que al modelo anglosajón.

En 1999, Marco Becht y Alisa Roell publicaron los resultados de un estudio realizado respecto del tamaño de los mayores bloques de accionarios existentes en las compañías listadas en diversos países de Europa y en los Estados Unidos. Señalaron, al respecto: «El hecho que mas resalta respecto de los bloques accionariales en Europa es que son mucho mayores que en los Estados Unidos... En muchos países el tamaño promedio de los bloques accionarios en compañías listadas es de más de 50%, lo que sugiere que el control por parte de un tenedor de un bloque significativo es la regla en lugar de la excepción; y en ningún país europeo incluido en el estudio el bloque accionario promedio es inferior al 5% requerido para que sea obligatorio presentar información... Nótese, por ejemplo, que mientras que en los Estados Unidos en más del 50% de las compañías el bloque accionario principal es menor al 5% de las acciones, en Austria o Alemania prácticamente no existen tales compañías».[17] Un análisis de la estructura accionaria de las principales empresas peruanas listadas arrojaría probablemente niveles de concentración del accionariado similares a los más altos de los países de la muestra.

La constatación de la existencia de estos bloques ha llevado a muchos autores europeos a enfatizar la diferente dimensión que la problemática de los conflictos de interés y los costes de agencia tiene en las sociedades con estructuras accionarias del tipo europeo-continental. Los mismos Becht y Roell afirman que: «La separación entre propiedad y control se manifiesta de una forma fundamentalmente diferente en Europa que en los E.U.A. Mientras que en los E.U.A. el principal problema de agencia parece originarse en los conflictos de interés entre los administradores y accionistas dispersos e insuficientemente intervencionistas, en gran parte de Europa continental hay generalmente accionistas tenedores de grandes bloques que pueden ejercer y ejercen control sobre la administración. En cambio, el principal conflicto de intereses potencial es entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios sin poder». [18]

Rol de la mayoría en la sociedad anónima

En los casos en los que existe uno o un grupo de accionistas que ejercen el control de la sociedad, los problemas clásicos de agencia en la sociedad anónima pueden disminuir, en la medida que existen propietarios que sí participan activamente en la gestión o que la supervisan cercanamente. Sin embargo, surge también una dimensión adicional, consistente en los potenciales conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios o de control y accionistas minoritarios o externos al bloque de control. El accionista mayoritario o controlador puede asumir un rol similar al del administrador con relación al accionista minoritario: producto de la aplicación de la regla de las mayorías en la sociedad anónima, tiene - directamente o a través de la administración que ha designado - la capacidad de tomar decisiones sobre el uso de los recursos sociales que, a fin de cuentas, pertenecen también a los accionistas externos. Como dice Galgano: «Regla básica del ordenamiento interno de la sociedad por acciones es el principio de la mayoría, pues los socios deciden, reunidos en asamblea, por mayoría de votos ... y las decisiones tomadas por la mayoría obligan a todos los socios, aun cuando no hayan intervenido o sean disidentes». [19] Señala, además, que «aquí se impone un principio plutocrático, por el cual el gobierno o, como se suele decir, el control de la sociedad corresponde al socio o a los socios que posean una mayor cuota de capital social».[20]

[17] BECHT, Marco y ROELL, Alisa, Blockholdings in Europe: An international comparison, European Economic Review 43 (1999), pág. 1050.
[18] BECHT y ROELL, op. Cit.. 1051-1052. Ver igualmente VAN DER ELST, Christoph, Economic Analisys of Corporate Law in Europe: an introduction, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2002, págs. 11 – 15.
[19] GALGANO, Francesco, Derecho Comercial, Temis, Bogotá, Tomo II, pág. 228.
[20] GALGANO, op. Cit. Tomo II, pág. 228.

La existencia de bloques accionarios de control implica una distinta vocación y un distinto interés de los accionistas al interior de la sociedad y un aspecto que es estructural en la configuración de los poderes al interior de la sociedad. Enseña Galgano: «Según el modelo ideal, pero ahistórico, de sociedad por acciones, la mayoría de la asamblea debería ser hija del acaso, esto es, de los mudables e imprevisibles resultados del debate de la asamblea y de la labor de persuasión recíproca ejercida por cada socio en relación con los demás. Este modelo, que corresponde al ideal y que todavía se emplea para describir la sociedad por acciones, no tiene comprobación en la realidad histórica de este tipo de sociedad Mayoría y minoría se presentan, en ella, como entidades relativamente estáticas, en las cuales no hay, en los casos que ocurren normalmente, posibilidad de intercambio ... Las volteadas de la mayoría son, naturalmente, posibles; pero lo son cuando se verifican acontecimientos que hacen historia en la vida de una sociedad por acciones...Esta rígida contraposición tiene razones precisas, a saber: la distinción entre la mayoría y la minoría no es, en la sociedad por acciones, una distinción sólo cuantitativa, o sea basada en el hecho en sí de la mayor o menor cantidad de acciones poseídas; ella es – y es, antes que todo, preliminarmente – una distinción cualitativa; una distinción que se funda sobre la diversidad de función a que está destinada la posesión de acciones de mayoría o de acciones de minoría. El lenguaje económico subraya esta diversa función con el uso de una terminología distinta para indicar a los accionistas de mayoría y a los de minoría; entonces de habla de los primeros como del «capital de mando» o de «dirección y control» de la sociedad...; cuando se habla de los otros se habla hace referencia al «capital de ahorro» o al «capital monetario».

La posesión de las acciones esta siempre, en la realidad económica, preordenada a una u otra función, pues quien suscribe acciones, en el momento de constitución de la sociedad, o adquiere acciones de una sociedad ya constituida, lo hace, o para ejercer por sí solo o de acuerdo con otros, el dominio de la sociedad, o también lo hace con el solo fin de efectuar una inversión de dinero... De aquí una terminología que desde un tiempo a esta parte ha invadido inclusive el lenguaje de los juristas, pues estos ya hablan de accionistas de mayoría como de accionistas empresariales y de los accionistas de minoría como de accionistas ahorradores»[21]

En este sentido, el accionista minoritario que realiza una inversión pasiva en una sociedad que cuenta con un bloque de control claramente definido, delega la administración de su inversión en el accionista de control, el cual, para estos efectos, resulta prácticamente indistinguible de la administración de la sociedad. El accionista pasivo no invierte para integrarse al grupo de control ni para sustituirlo. Invierte - con vocación de inversionista, no de controlador - para obtener una rentabilidad adecuada de su inversión, confiando en la buena gestión a cargo del grupo de control.

Al igual que la administración centralizada o la responsabilidad limitada, la atribución de los derechos de voto a los accionistas en proporción a su participación en el capital y la aplicación del principio de las mayorías para la adopción de decisiones tienen una clara racionalidad económica y sirven para explicar la utilidad de la sociedad anónima como vehículo para la actividad empresarial. Easterbrook y Fischel enseñan que «En las sociedades existen las votaciones porque alguien tiene que tener el poder residual para actuar (o delegar) cuando los contratos no son completos». El contrato de sociedad es un «contrato incompleto» porque los fundadores no puede prever en el pacto social todos los asuntos y materias que se presentarán en el futuro y sobre los cuáles deberá adoptarse una decisión. En este tipo de contratos, es necesario establecer un mecanismo que permita que en el futuro, en función de las circunstancias, se tomen las decisiones necesarias para llevar adelante la empresa o negocio de que se trate.

Estos autores observan que el derecho a adoptar esas decisiones podría corresponder a diversas categorías de sujetos: accionistas, acreedores, administradores, empleados, etc. El hecho de que la ley atribuya los derechos de voto a los accionistas se debe a que, teniendo los derechos residuales sobre los activos de la sociedad, los accionistas tienen los incentivos adecuados para adoptar las decisiones que maximicen el valor de la empresa. En este sentido, explican que «Como titulares de los derechos residuales, los accionistas tienen los incetivos apropiados (no obstante los problemas de acción colectiva) para tomar decisiones discrecionales. La firma

[21] GALGANO, op. Cit., Tomo II, Pag. 231-232.

deberá invertir en nuevos productos, plantas, etc. hasta que los beneficios y los costos marginales sean iguales. Sin embargo, de todos los actores, sólo los accionistas tienen los incentivos apropiados. Aquellos con derechos fijos sobre los flujos reciben sólo un pequeño beneficio (en mayor seguridad) del inicio de un nuevo proyecto. Los accionistas reciben la mayor parte de las ganancias marginales e incurren en la mayor parte de los costos marginales. Por tanto, tienen los incentivos adecuados para ejercer los poderes discrecionales».[22]

Es claro que son los accionistas quienes, a final de cuentas, deben tener los derechos de voto en la sociedad. Pero hipotéticamente, la ley podría abandonar el principio de la mayoría y requerir la aceptación de todos estos accionistas para que se adopte una decisión. Esta opción – que, por lo demás, la ley recoge en ciertos casos - podría llevar al inmovilismo y a la extorsión. La regla de la mayoría tiene una clara racionalidad económica, pues evita el problema de extorsión que ocurriría en caso de requerirse unanimidad para la adopción de las decisiones en la sociedad. En esta situación, bastaría que el propietario de una acción se oponga a una determinada operación para que esta no pueda llevarse adelante aunque fuera beneficiosa para todos. El accionista disidente podría exigir el pago de una prestación desmesurada a cambio de su voto, el que los demás tendrían que pagar en la medida que el beneficio de la operación fuera mayor.

Así, pues, desde el punto de vista de la utilidad de la sociedad anónima como vehículo para la empresa, la existencia de un bloque de accionistas mayoritarios y la atribución a éste de la capacidad de adoptar las decisiones necesarias para la conducción de la sociedad resulta perfectamente racional. A la misma vez, sin embargo, esta realidad hace surgir los problemas de agencia que la literatura clásica analiza a propósito de la separación entre propiedad y control.

El accionista minoritario es propietario, pero no controla; y, a propósito de éste y de su relación con el bloque de control se presentan problemas similares a los que existen en la relación entre accionistas dispersos y administradores en las grandes sociedades de accionariado. Por ello, las soluciones que la legislación dé a este conflicto potencial deben ser análogas a las empleadas para resolver el conflicto de intereses entre accionistas dispersos y administradores.

IV. Ejes fundamentales de solución del conflicto de intereses en la sociedad anónima

En un reciente artículo, Cándido Paz-Ares subraya la importancia del conflicto mayoría-minoría en las sociedades de los países de Europa continental y América Latina y observa que la falta de protección adecuada del inversor puede ser un factor central para explicar la falta de desarrollo de nuestros mercados de capitales. Al respecto, sin embargo, nos interesa especialmente destacar aquí la invocación que este autor realiza respecto de la reforma del Derecho de Sociedades: «Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Nuestra doctrina mercantilista ... apuesta resueltamente por una filosofía regulatoria: por reglamentar minuciosamente la organización de la sociedad, por estructurar rígidamente sus procesos de decisión, por acentuar su ya marcado carácter imperativo y, en definitiva, por volver a la ortodoxia de nuestra sagrada tradición, que habríamos abandonado con experimentos liberales como el Código Olivencia. No se trata de que la Ley de Sociedades Anónimas prescriba el número de consejeros independientes, que disponga si el primer ejecutivo puede o no presidir el Consejo de Administración no que tome partido sobre si debe haber una comisión de auditoría de esta o aquella naturaleza. Estas medidas, insisto, hacen peligrar la evolución y dificultan la adaptación. Lo que hace falta es justamente lo contrario: flexibilizar el Derecho de Sociedades, simplificarlo, desformalizarlo. Frente a un Derecho de Sociedades mecánico, abogo por un Derecho de Sociedades Reflexivo»[23]

En esta sección quiero reflexionar sobre algunos conceptos que, a mi criterio resultan fundamentales para diseñar una estructura legal de protección de minorías que sirva para el propósito que se desea – reducir los costos de agencia – pero que a la misma vez no afecte las características de la sociedad anónima que son las que en primer lugar le dan valor como vehículo jurídico de la

[22] EASTERBROOK y FISHEL, op. Cit., págs. 67-68.

[23] PAZ-ARES, Cándido, La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades, Iuis et Veritas N° 24, pág. 147.

empresa. A la luz de estos conceptos revisaré algunas disposiciones de nuestra legislación relacionada con la protección de los accionistas minoritarios. Mi conclusión es que, aunque en algunos aspectos el tratamiento que nuestra Ley General de Sociedades es acertado, existen también disposiciones altamente inconvenientes, que deberían ser modificadas, y lagunas importantes, que deben ser cubiertas.

4.1. Reconocer el valor de los contratos.

Para un sector muy importante de autores, la dimensión contractual de la sociedad anónima hace que gran parte de los conflictos de interés en ésta puedan ser solucionados a través de mecanismos contractuales. Michael Jensen escribe que «La sociedad anónima abierta es el nexo para un conjunto complejo de contratos voluntarios entre clientes, trabajadores, administradores, y los proveedores de materiales, capital y asunción del riesgo. Esto significa que las partes no contratan bilateralmente entre sí, sino unilateralmente con la ficción legal llamada «sociedad», simplificando enormemente de esta forma el proceso de contratación. Los derechos de las partes que interactuan son determinados por la ley, los estatutos y los contratos expresos y tácitos con cada individuo».[24] Más adelante, añaden los mismos autores: «Las relaciones contractuales son la esencia de la firma, no solo con los empleados, sino también con los proveedores, clientes, acreedores, etc. El problema de costos de agencia y de monitoreo existe para todos estos contratos.»[25]

La dimensión contractual de la sociedad anónima permite percibir la importancia que las soluciones libremente negociadas por las partes pueden tener para solucionar tanto los conflictos entre accionistas y administradores como los que existen entre accionistas pasivos y accionistas controladores. Desde un punto de vista dinámico, donde las sociedades operan en mercados eficientes, dejar en libertad a las partes para negociar libremente los términos de sus relaciones jurídicas dentro y alrededor de la sociedad llevará al mejor resultado. Es cierto que un accionista pasivo no negocia los términos del pacto social o del estatuto antes de comprar una acción. Sin embargo, las sociedades que no ofrecen el nivel de protección jurídica adecuado serán penalizadas por el mercado por lo que al final las empresas ofercerán igual el nivel óptimo de protección jurídica. Señalan, en este sentido, Easterbrook y Fishel: «Los empresarios y administradores, al igual que cualquier otro inversionista, tienen el incentivo para, en aras de su propio interés, buscar los mecanismos más adecuados para maximizar las utilidades netas. Si no lo hacen, pagarán por sus errores porque recibirán menores precios por los valores que emita la sociedad. Cualquier firma individual puede desviarse de las medidas óptimas. A lo largo de las décadas y de miles de empresas, emergen tendencias. Las empresas que toman las decisiones que los inversionistas prefieren prosperarán por sobre las demás. Debido a que estas decisiones no imponen costos sobre terceros ajenos a los contratos, lo que es óptimo para las empresas y los inversionistas es óptimo para la sociedad».[26]

Desde este punto de vista, el Derecho de Sociedades debe servir como un marco para que, a través de la libre negociación entre las partes y de la fluida operación de los mercados de valores, se alcance el nivel óptimo de protección jurídica. En este sentido, a la pregunta de por qué existe Derecho de Sociedades, Easterbrook y Fishel responden: «La respuesta corta pero no totalmente satisfactoria es que el Derecho de Sociedades es un conjunto de términos estándar disponibles de forma que las partes del contrato de sociedad puedan disminuir los costos de contratación.»[27] Más adelante añaden que la razón por la que estos «términos estándar» son provistos a través de la ley y no de un agente privado es debido a que el sistema de cortes, propio del common law, tiene la ventaja comparativa de poder dar solución ex post a problemas complejos que hubiera sido muy difícil o muy costoso predecir y solucionar desde el primer momento.

La visión contractual sobre la sociedad anónima proporciona sin duda una guía muy útil en el diseño de mecanismos legales para solucionar los conflictos entre accionistas controladores y accionistas pasivos en la sociedad anónima. Si bien ciertamente existen fallos de mercado que pueden justificar una intervención legal de carácter imperativo – un caso clásico es la obligación de informar que inspira la regulación del mercado de valores – también es cierto que cuando los mercados

[24] JENSEN, op. Cit., pág. 1.
[25] JENSEN, op. Cit., pág. 88.
[26] EASTERBROOK y FISCHEL, op. Cit. Pags 6 - 7.
[27] EASTERBROOK y FISCHEL, op. Cit. Pag. 34.

son eficientes constituyen mecanismos que llevan a las empresas y a quienes las controlan a ofrecer los productos que los inversores prefieren, incluyendo, naturalmente, un adecuado nivel de protección jurídica y buen gobierno corporativo. La preferencia de los inversores
por las empresas que emplean buenas prácticas de gobierno corporativo no sólo en los países más desarrollados, sino también en regiones como América Latina, es significativa. Así, de acuerdo con una encuesta entre inversionistas institucionales efectuada por McKinsey & Company en 2000, tres cuartas partes de los encuestados dijeron que las prácticas de buen gobierno eran al menos tan importantes como la performance financiera al momento de decidir una inversión, y más del 80% de los encuestados dijeron que pagarían más por las acciones de una compañía con buenas prácticas de gobierno corporativo.[28]

En este sentido, aunque parece exagerado recusar toda forma de legislación imperativa en el Derecho de Sociedades, no debe soslayarse la importancia que la libertad contractual y la operación de los mercados tiene para solucionar estos problemas. Como dice Ferran: «Uno de los aspectos más valiosos de la teoría contractual es que pone el reflector firmemente sobre la necesidad de justificar las normas imperativas en el derecho de sociedades, de manera de asegurar que las empresas que adoptan la forma societaria no resulten sujetas a regulación que no produzca resultados económicos beneficiosos medidos en términos de eficiencia o de cualquier otro criterio». [29]

Desde este punto de vista, hay que destacar la opción legislativa consagrada en el artículo 8 de nuestra Ley General de Sociedades respecto del reconocimiento de la validez y la eficacia frente a la sociedad de los pactos entre accionistas.[30] Claramente la intención de la norma es contribuir a que los contratos se cumplan y, por tanto, a reducir los costos de transacción. Sin embargo, se debe reconocer las dificultades de interpretación y aplicación de esta regla, a la luz del principio de relatividad de los efectos de los contratos.[31] Adicionalmente, hay que tener presente que, hasta donde tengo conocimiento, el artículo 8 de la Ley General de Sociedades carece de precedentes en el en Derecho Comparado[32], lo que dificulta el entendimiento cabal de sus alcances.

Sin duda hubiera resultado más acorde con la naturaleza contractual de los convenios de accionistas establecer a nivel legal una disposición que permita que en el estatuto se establezca o pacte el efecto vinculante respecto de la sociedad de los convenios entre socios. De otro lado, la ley ha obviado el necesario componente de publicidad que deben tener estos pactos notificados a la empresa, pues la referencia a su registro en la matrícula contenida en el artículo 92 es manifiestamente insuficiente.

4.2. Proteger el juicio de negocios de la administración y la sancionar estrictamente la deslealtad.

a. Contenido de los deberes de diligencia y lealtad.

Como se ha visto anteriormente, gran parte del valor de la sociedad anónima como mecanismo jurídico para la empresa reside en que ofrece a los inversionistas la posibilidad de colocar capitales participan en los riesgos y beneficios de la empresa, sin tener que involucrarse en la gestión. Sin embargo, ésta misma característica genera problemas de agencia cuya solución constituye uno de los principales fines del Derecho de Sociedades.

Cándido Paz Ares explica que la definición legal de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores y la imposición de responsabilidad en caso de incumplimiento, actúa como un mecanismo disuasivo de conductas que se aparten del interés de los accionistas y correctivo de los costos de agencia. Señala Paz Ares: «El régimen de responsabilidad reduce esos costos de transacción – costes de agencia – alineando los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas. La amenaza de tener que reparar o indemnizar los daños que ocasionen sus comportamientos incorrectos –

[28] MC KINSEY & COMPANY, Investor Opinion Survey, June 2000.
[29] FERRAN, Eilís, op. Cit. Pág. 11.
[30] Ley General de Sociedades, artículo 8.- «Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados».
[31] Código Civil, artículo 1663: «Los contratos sólo producen efectos entre las partes que los otorgan y sus herederos, salvo en cuanto a éstos si se trata de derechos y obligaciones no transmisibles».
[32] Ver, PEREZ MORIONES, Aránzazu, Los Sindicatos de Voto para la Junta General de Sociedad Anónima, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996.

sus incumplimientos contractuales – sirve, en efecto,, de mecanismo disuasorio para que los administradores gestionen la empresa de acuerdo con el interés de sus dueños».[33]

Paz Ares advierte, sin embargo, que de ello no se debe concluir que mientras más rigurosas sean las normas en materia de deberes fiduciarios y responsabilidad, mayor será el beneficio de la sociedad y de los accionistas. Para Paz Ares la severidad de la regla y la magnitud de la responsabilidad debe ser diferente para deber de diligencia y para el deber de lealtad. En el caso del deber de diligencia, una regla de responsabilidad excesivamente severa tiene una alta probabilidad de conducir a un resultado indeseado por los propios accionistas. En primer lugar, puede ahuyentar a los administradores más capaces o hacer que éstos exijan mayores retribuciones por aceptar el encargo, y el riesgo legal que significa. Igualmente, una regla de este tipo puede generar «sobrecumplimiento», en el sentido que buscando evitar una posible responsabilidad los administradores dejen de asumir incluso riesgos empresariales razonables. Además, existe una clara ventaja relativa de los administradores por encima de los jueces para decidir cuándo una determinada decisión o conducta es razonable desde el punto de vista empresarial, por lo que la revisión judicial de estas decisiones resulta inconveniente.

Finalmente, los administradores no tienen en efecto un gran incentivo para ser negligentes, pues normalmente no ganan nada con ello. En cambio, Paz Ares recomienda la máxima severidad para las violaciones al deber de lealtad debido a que los incentivos de los administradores para apoderarse de los recursos sociales a través de este tipo de conductas son claros, a la vez que las sociedades no disponen de mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad para solucionarlos.[34] En resumen, «el régimen de responsabilidad ha de estructurarse de modo que sea tan severo con el fraude (conductas dolosas) como indulgente con la negligencia (conductas culposas)». [35]

La solución recomendada por Paz-Ares coincide con el tratamiento de la materia en el Derecho anglosajón. En el Derecho norteamericano, la denominada business judgement rule importa el respeto por los tribunales a las decisiones adoptadas de buena fe por los administradores en materias de su competencia. En este sentido, conforme a los Principles of Corporate Governance del American Law Institute: «Un director o funcionario que hace un juicio de buena fe cumple con sus deberes [de cuidado] bajo esta sección si el director o funcionario: (1) no tiene interés [personal, directo o indirecto] en el tema objeto de la decisión; (2) se ha informado con respecto al tema objeto de la decisión en la medida que el director o funcionario considera razonablemente apropiado bajo las circunstancias; y (3) considera racionalmente que la decisión adoptada es en el mejor interés de la sociedad. Una persona que cuestiona la conducta de un director o funcionario bajo esta sección tiene la carga de probar el incumplimiento al deber de cuidado.»[36]

Esta regla evidencia una política de las cortes en el sentido no entrometerse en las decisiones empresariales de los órganos societarios, salvo que exista una conducta fraudulenta: «Las cortes no controlarán las políticas o métodos de negocios de una sociedad, aunque una política distinta pudiera parecer más sabia o que los negocios serían más exitosos bajo otros métodos».[37] La franquicia otorgada por la business judgement rule desaparece completamente cuando la decisión es adoptada por directores interesados. Señalan los Principles of Corporate Governance del American Law Institute que un director cumple con su deber de lealtad sólo si existe revelación del conflicto de intereses al órgano societario relevante y «la transacción es justa para la sociedad» o la transacción es aprobada o ratificada por una mayoría de directores independientes. En caso que la transacción no haya sido aprobada o ratificada por directores independientes, corresponde al director o funcionario probar que los términos de la operación son justos para la sociedad.[38] Un principio similar ha regido tradicionalmente

[33] PAZ ARES, Cándido, Deberes Fiduciarios y Responsabilidad de los Administradores, conferencia presentada en The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, 8 – 10 de abril de 2002, en Ciudad de Méjico (en adelante citado como «Deberes Fiduciarios»), pág. 3.
[34] PAZ ARES, op. Cit., págs. 7 – 8.
[35] PAZ ARES, Deberes Fiduciarios, pág. 3.
[36] Citado por CHOPER, COFFEE y GILSON, op. Cit., págs. 106 – 107.
[37] Ver, Shesky v. Wrigley, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E.2d 776 (1968) citado en CHOPER, COFEE y GILSON, op. Cit. Pág. 77.
[38] Citado por CHOPER, COFFEE y GILSON, op. Cit., págs. 122 – 123.

en el derecho inglés, y si bien existe alguna tendencia hacia reforzar los deberes de diligencia de los directores, a criterio de la doctrina más autorizada ésta difícilmente implicará una intromisión de las cortes en decisiones de negocios adoptadas de buena fe por los funcionarios de las empresas.[39] Tal como lo explica Paz Ares, la severidad con el fraude – la apropiación de los recursos sociales por los administradores - y la indulgencia con la negligencia – las equivocaciones cometidas de buena fe por los administradores – es el medio más idóneo para remediar los costos de agencia. La revisión judicial de la idoneidad de las decisiones de los administradores desde el punto de vista empresarial, en ausencia de fraude o conflicto de intereses, conduce claramente a un resultado inconveniente. Los jueces no son empresarios y normalmente no estarán capacitados para juzgar lo acertado de las decisiones empresariales. Es enteramente correcta la conclusión de Fleisher en el sentido que «los jueces sólo deben interferir en las decisiones empresariales con mucha cautela, por lo que harían bien en no asumir el papel de grandes empresarios».[40]

b. La configuración de los deberes de diligencia y lealtad en la Ley General de Sociedades

Utilizando la terminología tradicional del Código de Comercio, la Ley General de Sociedades establece los deberes de diligencia y lealtad de los administradores señalando que «los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal». Como enseña Joaquín Garrigues, «Esta diligencia se tipifica en la ley recurriendo por una parte al concepto de «comerciante ordenado», en sustitución del buen padre de familia, que es el prototipo de la diligencia civil... Y por otra parte, recurriendo al concepto de «representante leal», aludiendo así a un deber de fidelidad que impone al administrador la defensa de los intereses de la sociedad que él representa, anteponiendo esos intereses a los suyos personales». [41]

En este contexto, debe reconocerse el acertado tratamiento que respecto a la responsabilidad de los directores por violación del deber de diligencia tiene el artículo 177 de nuestra Ley General de Sociedades, al señalar que éstos no responden por los daños causados por culpa leve, sino sólo por los causados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. A través de la exclusión de la responsabilidad por culpa leve, la ley logra dos resultados. En primer lugar, evita la aplicación de la presunción de culpa que consagra el Código Civil, de manera que quien quiera hacer responsables a los miembros del directorio deberá probar la violación del deber de cuidado.[42] En segundo lugar, hace que no baste una diferente percepción de juez sobre lo que resulta conveniente o inconveniente para la sociedad para imponer responsabilidad sobre el funcionario. Será necesario acreditar una grueso error, un claro apartamiento de los más elementales criterios de razonabilidad en los negocios: «no prever o no evitar lo que cualquier persona mínimamente cuidadosa hubiera previsto y evitado».[43] De esta forma, no será responsable el administrador por el sólo hecho de que el juez, u otra persona, pudiera pensar que los negocios debieron haberse conducido de una manera diferente. Lo será sólo si prácticamente nadie en su sano juicio hubiera adoptado la decisión que tomó el administrador. En consecuencia, el juicio de negocios de la administración queda protegido de una revisión judicial excesiva. Es igualmente acertada, a mi criterio, la forma como la Ley General de Sociedades a definido el deber de lealtad de los administradores. Luego de la enunciación del deber general de actuar como un representante leal – que trae a colación los deberes del mandatario mercantil – la ley incluye luego (evidentemente, sin carácter limitativo) obligaciones específicas en las que ese deber general se concreta. Así, la ley establece:

- Un deber de independencia, que hace énfasis en el hecho que los deberes fiduciarios se tienen respecto de la sociedad y de todos sus accionistas y no de los accionistas con cuyos votos fue designado el administrador.[44]

---

[39] DAVIES, Paul L, Gower´s Principles of Modern Company Law, Sweet & Maxwell, London, 1997, págs. 640 y siguientes.

[40] FLEISHER, Holger, La Business Judgement Rule a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho, Revista de Derecho Mercantil N° 246, pág. 1733.

[41] GARRIGUES, Joaquín, Curso de Derecho Mercantil, Editorial Porrúa, Méjico, 1993, Tomo I, pág. 488.

[42] Código Civil, artículo 1329: «Se presume que la inejecución de la obligación, o su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso, obedece a culpa leve del deudor».

[43] PRIETO, Pantaleón, voz «Culpa», Enciclopedia Jurídica Básica, Editorial Civitas, Madrid, 1995.

[44] Ley General de Sociedades, artículo 173.- «Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron».

Un deber de reserva, que obliga al director a no revelar la información sobre los negocios sociales a la que haya accedido por sus funciones.[45] En las sociedades que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, a esta obligación se superponen las disposiciones mucho más estrictas en materia de uso indebido de información privilegiada contenidas en la Ley del Mercado de Valores.[46]

- La prohibición de que los directores adopten acuerdos que cautelen sus propios intereses o los de terceros relacionados, y no el interés social.[47]

- La prohibición de que los directores usen en beneficio propio o de terceros las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento por razón de su cargo.[48]

- La prohibición de que los directores participen por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad sin el consentimiento expreso de ésta.[49]

- La obligación de los directores que tengan interés en un asunto de informarlo a la sociedad y de abstenerse de participar en la deliberación y votación de dicho asunto en el directorio.[50]

- La prohibición de que los directores y ciertas personas vinculadas a ellos celebren contratos con la sociedad, salvo que se trate de aquellos que la sociedad normalmente celebra con terceros y que se concierten en condiciones de mercado o que sean aprobados por el directorio con el voto favorable de dos tercios de sus miembros.[51]

Asimismo, al establecer los impedimentos para ser director, la ley dispone que no pueden formar parte del directorio de una sociedad personas que se encuentren en una situación de conflicto de intereses permanente o relativamente prologada respecto de ésta, incluyendo:
- Los funcionarios y servidores de entidades públicas cuyas funciones estuvieran directamente vinculadas al sector económico en el que la sociedad desarrolla su actividad empresarial.[52]

- Los que tengan pleito pendiente con la sociedad en calidad de demandantes o estén sujetos a acción social de responsabilidad.[53]
- Los que sean administradores o representantes de sociedades que tengan en forma permanente intereses opuestos a los de la sociedad o que personalmente tengan con ella oposición permanente.[54]

A mi criterio, la configuración del deber de lealtad en la Ley General de Sociedades es acertada. La ley establece en forma general el deber de anteponer los interese sociales a los propios actuando como un representante leal, y luego realiza un tratamiento pormenorizado de las principales circunstancias en las que se concreta ese deber. Se logra de esa manera no sólo establecer un deber estricto de lealtad, exigible en diversas circunstancias, sino que además la ley cumple una función educativa, ilustrando a los administradores, accionistas, y demás interesados, sobre el contenido de esa obligación. Esta configuración debiera completarse con un adecuado tratamiento de los requisitos para interponer acciones de responsabilidad y con un adecuado tratamiento de la actuación de los directores en los grupos de sociedades.

c. Las dificultades procesales

La adecuada configuración normativa de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores en la Ley General de Sociedades no viene aparejada con normas que faciliten el efectivo ejercicio de acciones de indemnización por parte de la sociedad o de sus accionistas. El principal obstáculo proviene de los requisitos para hacer efectiva la acción social de responsabilidad. Estas dificultades disminuyen en forma significativa el efecto disuasivo de las reglas de responsabilidad. El grado en el que las disposiciones legales tienen efecto disuasivo no sólo depende de los deberes o responsabilidades configurados en ellas, sino también – posiblemente incluso en forma más

[45] Ley General de Sociedades, artículo 171.
[46] Ley del Mercado de Valores, artículos 40 y siguientes.
[47] Ley General de Sociedades, artículo 180.
[48] Ley General de Sociedades, artículo 180.
[49] Ley General de Sociedades, artículo 180.
[50] Ley General de Sociedades, artículo 180.
[51] Ley General de Sociedades, artículo 179.
[52] Ley General de Sociedades, artículo 161.
[53] Ley General de Sociedades, artículo 161.
[54] Ley General de Sociedades, artículo 180.

directa – de las posibilidades reales de que dichos deberes o responsabilidades sean hechos efectivos. El agente comparará los beneficios y los costos del incumplimiento; y estos últimos serán determinados ponderando el importe de la indemnización que podría verse obligado a pagar por la probabilidad de que efectivamente le sea exigida coercitivamente. Si la magnitud o probabilidad de la condena de responsabilidad no son suficientes, el efecto disuasivo de la norma se afecta significativamente. Esto es lo que ocurre con las disposiciones sobre responsabilidad de administradores de la Ley General de Sociedades.

En efecto, si bien la ley señala que los directores son responsables frente a la sociedad, los accionistas y terceros[55], cuando el perjuicio del accionista es consecuencia de un daño sufrido por la sociedad, la acción indemnizatoria debe encauzarse a través de la acción social de responsabilidad. No cabe duda que los casos más frecuentes de violación de los deberes fiduciarios de directores implican en primer lugar un daño a la sociedad y sólo como consecuencia un daño al accionista individual. Los ejemplos que Elías Laroza menciona de casos en los que procedería la acción individual son ciertamente excepcionales y podrían corresponder incluso más propiamente a supuestos de abuso de la mayoría accionaria frente al accionista individual.[56] No se trata ciertamente de los casos típicos de violación de los deberes de diligencia y lealtad: aprovechamiento de oportunidades comerciales de la sociedad, contratación con sociedades vinculadas al administrador, claro incumplimiento de la mínima diligencia en el cuidado de los asuntos sociales, etc.

El principal problema con la acción social de responsabilidad reside en las exigencias que la ley impone para su ejercicio. Conforme a la Ley General de Sociedades, la acción social de responsabilidad sólo procede si lo acuerda la Junta General de Accionistas o, si la Junta decide no haber lugar a inicio de acción social de responsabilidad, si la acción la ejercen accionistas que representen cuando menos un tercio del capital social.[57] La ley no reduce este requisito cualitativo ni para sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores ni para sociedades anónimas abiertas.

A mi criterio, este requisito constituye una valla que dificulta grandemente el ejercicio de las acciones de responsabilidad por los accionistas contra directores y gerentes y que por tanto, afecta en forma significativa la eficacia de las disposiciones en materia de deberes y responsabilidades de los administradores. En teoría, la norma debería proteger a las minorías e impedir que el bloque controlador utilice su poder de voto en la junta general para evitar el inicio de acciones de responsabilidad contra los administradores.[58] Sin embargo, la participación en el capital que se exige a la minoría para poder sobreponerse a la oposición del grupo mayoritario es tan elevado, que en la práctica la norma más parece una disposición que garantiza la impunidad de una mayoría calificada que una que protege a una minoría calificada. Bastará que el bloque de control ostente una participación superior a los dos tercios del capital social para que se garantice la inmunidad de los integrantes del directorio por la lesión al interés social ocasionada con violación de sus deberes fiduciarios. Contrástese este porcentaje de un tercio con el de 5% exigido por la Ley de Sociedades Anónimas española, el mismo que, aun así, es cuestionado por elevado por la doctrina.[59]

Este tratamiento inconveniente se origina, a mi criterio, en una falta de comprensión respecto del problema subyacente al inicio de la acción de responsabilidad por la minoría. Cuando los accionistas minoritarios acusan al directorio de haber causado un daño a la sociedad con violación de sus deberes fiduciarios, lo normal es que la acusación se refiere a la mayoría de los integrantes del directorio, pues de lo contrario la decisión lesiva no se habría adoptado en primer lugar. En esta situación, además, dada la estructura accionaria prevaleciente en las sociedades

[55] Ley General de Sociedades, artículo 177.

[56] Elías Laroza hace referencia a los siguientes supuestos, mencionados por Garrigues y Uría: negación del acceso a la junta, impedimento del ejercicio del derecho de voto, amortización de las acciones en forma no prevista por el estatuto o la ley, negación del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones, negación del abono de dividendos cuyo pago estuviese acordado, etc. ELIAS LAROZA, Enrique, Ley General de Sociedades, Editorial Normas Legales, Trujillo, 1998, pág. 367.

[57] Ley General de Sociedades, artículo 181.

[58] Señala Elías Laroza que «esta disposición, de carácter excepcional, tiene por objeto evitar que la mayoría pueda encubrir con su voto a los directores culpables, cerrando así el camino a la reconstitución del patrimonio social dañado«. ELIAS LAROZA, op. Cit. Pág. 365.

[59] Ver JUSTE MENCIA, Javier, Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima, Editorial Aranzadi, Pamplona, 1995, págs. 450 y siguientes.

anónimas en nuestro país, lo normal será que exista un bloque de control, probablemente mayoritario, que haya designado a la mayoría de los miembros del directorio a quienes se acusa. Por ello, establecer que la decisión sobre el inicio de la acción de responsabilidad recae sobre esa misma mayoría no parece la solución más sensata.

Resulta enteramente pertinente, a este respecto, la reflexión de Gower: «los directores culpables pueden tener control de iure o de facto sobre la junta general, en cuyo caso el que la ley confíe la decisión de iniciar la acción a la junta general puede no ser muy diferente que confiar dicha decisión a los mismos directores a nivel del directorio, y el resultados erá igualmente inadecuado. Así que se podría pensar que la regla debería ser que si los directores tienen control, de facto o de iure, sobre la junta general, una tercera persona o grupo de personas debería tener la capacidad de hacer efectivos los derechos de la sociedad ... Los únicos candidatos disponibles para este privilegio parecerían ser los accionistas individuales (sea en forma colectiva o individual)».[60] Si a ello le sumamos que los accionistas externos no podrán ejercer la acción social de responsabilidad a no ser que reúnan dos tercios del capital social, la indefensión en la que quedan es evidente.

Es importante anotar que el problema de impunidad que se ha descrito resulta bastante claro en los casos de violación del deber de lealtad, pero no en los casos de violación del deber de diligencia. De lo que se trata es de prevenir o remediar un fraude o un abuso de la mayoría respecto de los accionistas minoritarios. Cuando la violación es al deber de diligencia, perjudica por igual a todos los accionistas. Por ello, no debería existir, en verdad, un conflicto de interés entre mayoría y minoría o, en todo caso, este debería ser bastante más tenue. Por esta razón, consideramos que cuando la acción de responsabilidad se pretende iniciar contra los integrantes de la mayoría del directorio por haber realizado un acto contrario al interés social en violación del deber de lealtad, lo más sensato resultaría ser que la ley atribuya la capacidad de decidir el inicio de la acción de responsabilidad a los accionistas externos al bloque de control o, alternativamente, que se atribuya la capacidad de iniciarla a los accionistas individuales independientemente de su tenencia en el capital. Lo que en ningún caso debe admitirse es que la mayoría pueda bloquear el inicio de esta acción, aunque tenga más de dos tercios del capital. Como escribe Clark: «No debe permitirse que la mayoría accionaria ratifique una acción fraudulenta por sobre la objeción de la minoría, de la misma forma que no debe permitirse a la mayoría regalar los activos sociales por sobre las protestas de la minoría». [61]

Podría decirse que esta solución es inconveniente pues promoverá litigios indeseados. Sin embargo hay que tener en cuenta que la existencia de litigios es necesaria para que las reglas de responsabilidad tengan efectivamente un efecto disuasivo. Más aún, la posibilidad efectiva del resarcimiento en caso de fraude es la contrapartida necesaria de la protección del juicio de negocios de la administración. Así como es lógico y sensato que se limite las posibilidades de la minoría de bloquear las decisiones de negocios adoptadas por la mayoría, es también vital que se en los casos en que se defrauda la confianza del minoritario, éste tenga una efectiva posibilidad de resarcimiento y que la mayoría carezca de facultades para bloquear el ejercicio de este derecho. Desde este punto de vista, resulta elogiable la iniciativa que ha tenido Conasev para proponer la promulgación de una ley que incorpore la denominada «acción derivada» en nuestro ordenamiento.[62] La acción derivada es una creación del common law, a través de la cual un accionista puede interponer una acción judicial en beneficio de la sociedad para obtener resarcimiento por daños causados a ella. Normalmente, la acción derivada se interpone contra directores, funcionarios u otros funcionarios de la sociedad, en situaciones de conflicto de interés, en la que los directores vinculados o los accionistas del bloque de control deciden no interponer la acción o resulta inútil exigirles que lo hagan por el manifiesto conflicto de intereses en el que se encuentran. En esta situación, cualquier accionista puede interponer la demanda en beneficio de la sociedad.[63]

La propuesta de Conasev comprende la incorporación normativa de la acción derivada – con algunas modificaciones respecto del modelo norteamericano – para las sociedades que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de valores, así como la

[60] DAVIES, Paul L., op. Cit. Pág. 659.
[61] CLARK, op. Cit. Pág. 649. Sobre las nuevas tendencias en el Derecho europeo sobre esta materia ver, PAZ ARES, Deberes Fiduciarios ... Pág. 20 – 21.
[62] La propuesta se encuentra en la página web de Conasev: www.conasev.gob.pe
[63] Ver, en general, CLARK, op. Cit. Págs. 639 y siguientes.

modificación del artículo 181 de la Ley General de Sociedades para reducir a 15% del capital la participación necesaria para iniciar la acción social de responsabilidad. No obstante que la propuesta es susceptible de perfeccionamiento, consideramos que ciertamente es un paso en la dirección correcta.

4.3. No permitir el bloqueo de las decisiones empresariales del accionista controlador

Un concepto básico de protección de minorías es no distorsionar los roles relativos de la mayoría y la minoría en la sociedad anónima. A la mayoría le corresponde el control sobre la sociedad. El accionista minoritario invierte en una sociedad con la intención de no involucrarse en la gestión, con vocación de inversionista, no de controlador. Precisamente allí reside la utilidad del modelo. En consecuencia, le legislación no debe ser generosa en atribuir a los accionistas minoritarios capacidad para bloquear las decisiones del accionista controlador.

La capacidad de bloqueo de las decisiones del accionista controlador por parte de la minoría afecta gravemente la operación del principio de las mayorías en la adopción de las decisiones empresariales. Como se ha visto, el principio de la decisión mayoritaria por los accionistas tiene una clara racionalidad, en la medida que quien más riesgo ha asumido en la sociedad tiene los mayores incentivos para hacer que ésta se administre de manera óptima. Adicionalmente, la posibilidad de bloqueo por la minoría genera los mismos problemas de extorsión que causaría una regla de decisión unánime.

Como se sabe, la ley utiliza distintos mecanismos para limitar el poder de la mayoría en la sociedad anónima: el establecimiento de requisitos de quórum y mayoría calificados para determinados acuerdos, la exigencia de aceptación individual de cada accionista para la eficacia de ciertas decisiones, el impedimento de que la mayoría ejerza su poder de voto en determinadas circunstancias; y, finalmente, el concepto mismo de interés social. [64] Algunos de estos mecanismos pueden tener el efecto de privar al accionista mayoritario de la capacidad dirigir los negocios de la sociedad en ciertas circunstancias y, por tanto, deben ser cuidadosamente ponderados.

Un caso particularmente grave es el del artículo 133 de la Ley General de Sociedades, que establece que el derecho de voto en la junta general no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con la sociedad. Esta disposición impediría que el accionista mayoritario vote en una junta para aprobar una operación entre la sociedad de que se trate y el propio accionista controlador u otra sociedad controlada por él mismo. Lo grave es que la prohibición es absoluta: el acuerdo sería ilegal por el sólo hecho de la votación del accionista controlador, aunque la operación sea beneficiosa para la compañía. Como se comprenderá fácilmente, en la realidad económica actual, donde la existencia de grupos de sociedades es una realidad generalizada, privar al accionista controlador de la facultad de ejercer su derecho de voto en la junta en cualquier operación entre sociedades del grupo, y conferir el derecho de aprobar estas operaciones en exclusiva a los accionistas externos es, por decir lo menos, exagerado. Las posibilidades de extorsión provenientes de la consagración de esta regla de gobierno por la minoría son evidentes. Bastante más razonable sería una regla que permita la revisión de los términos de la operación y la impugnación del acuerdo sólo en caso que tales términos sean lesivos para la sociedad.

Otro importante limitante de la discreción de la mayoría proviene de la protección del interés social, en la medida que la junta no podría adoptar acuerdos que vulneren dicho interés. El interés social es un concepto sumamente difícil de precisar. Se discute si representa el interés de los accionistas o si puede existir un interés de la sociedad distinto al de los primeros. Es en este sentido que se plantea el debate respecto a si los administradores, además del interés de los accionistas, deben procurar la satisfacción de otros intereses, como los de los trabajadores, clientes, proveedores o comunidades.[65] Pero aun si se opta por la definición del interés social como la maximización del valor de la empresa, como lo ha hecho, por ejemplo, el Código Olivencia[66], pueden surgir dificultades cuando

[64] Ver, JUSTE MENCIA, Javier, Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima, Editorial Aranzado, Madrid, 1995.
[65] Ver, SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, El Interés Social y los Varios Intereses Presentes en la Sociedad Anónima Cotizada, Revista de Derecho Mercantil N° 245 págs. 1653 y siguientes.
[66] «Recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que deb presidir la actuación del Consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista». COMISION ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CODIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: El Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Madrid, 26 de febrero de 1998 (en adelante citado como «Código Olivencia»), núm. 1.3.

los accionistas no están de acuerdo respecto de cuál es el curso de acción que, en efecto, maximiza el valor de la empresa.

En este punto, es importante establecer que, como parte de la estructura de toma de decisiones en la sociedad, corresponde a la mayoría determinar lo que es conveniente para el interés social en cada caso concreto. No debe admitirse que la minoría cuestione una decisión del mayoritario argumentando simplemente que resulta inconveniente para el interés de la sociedad. Ello equivaldría a eliminar la capacidad de la mayoría de dirigir los negocios de la sociedad y sustituirla por una dirección judicial de los negocios. Esto no significa, sin embargo, que se deje desprotegida a la minoría de actos abusivos del accionista mayoritario. Como se argumenta más adelante, la ley debe reconocer la existencia de deberes fiduciarios a cargo del accionista controlador e imponerle responsabilidad por su violación. Sin embargo, ello no significa que se permita al accionista minoritario bloquear decisiones empresariales simplemente bajo el argumento de que no son las más convenientes para la sociedad.

En este sentido, consideramos que lo establecido en el artículo 129 de la Ley General de Sociedades, en el sentido que los acuerdos de junta general son susceptibles de impugnación siempre que lesionen los intereses de la sociedad, en beneficio directo o indirecto, de uno o más accionistas es plenamente acertado. Lo que se permite impugnar – y por lo tanto, bloquear – no son los acuerdos meramente inconvenientes, es decir los que provienen de una decisión empresarial equivocada o mejorable. Son impugnables sólo los acuerdos que tienen un componente de deslealtad, aquellos que perjudican a la sociedad para beneficiar a un accionista.[67]

4.4. Reconocer la existencia de los grupos de sociedades.

La existencia de los grupos de sociedades es una realidad, con consecuencias tremendamente importantes para el Derecho de Sociedades, que no debe ser ignorada. Las grandes corporaciones multinacionales estructuran sus operaciones a nivel mundial a través de una pluralidad de sociedades. Aún las empresas que operan únicamente en el Perú, con frecuencia forman parte de grupos conformados por una multiplicidad de sociedades sujetas a un único control. La característica de los grupos – pluralidad jurídica pero unidad empresarial - plantea un cuestionamiento frontal a conceptos básicos del derecho de sociedades tradicional, como la independencia de la sociedad y la protección del interés social. ¿Es lícito que un grupo empresarial opere las diversas sociedades que lo conforman de manera coordinada de manera de maximizar el beneficio de grupo, a pesar que ello pueda perjudicar a alguna sociedad individual? ¿Debe admitirse que los administradores de una sociedad integrante de un grupo respondan a instrucciones del controlador o tengan una línea de reporte hacia la matriz?

La realidad de la actividad empresarial permite constatar que, de hecho, las sociedades se organizan en grupos que operan de manera coordinada y que las líneas de reporte de los administradores con frecuencia se dirigen hacia la matriz o sociedades intermedias. El Derecho de Sociedades no debe ignorar a esta realidad como si no existiera manteniendo disposiciones que resultan manifiestamente contrarias a la práctica comercial, ni debe reprimir un modo de operar las empresas que responde a realidades económicas y de negocios evidentes. Más bien, de lo que se trata es de adaptar el Derecho a la realidad, lo que implica reconocer la licitud del comportamiento de los grupos, diseñando, a la vez, los mecanismos tendientes a solucionar los problemas creados por este fenómeno.[68] Tales problemas, en general, se dan en dos dimensiones: la posibilidad de actuaciones abusivas respecto de los accionistas externos al grupo (protección de accionistas minoritarios) y la posibilidad de utilizar indebidamente la responsabilidad limitada para eludir el cumplimiento de obligaciones (protección de acreedores). En esta sección nos referimos únicamente a la primera.

La realidad de los grupos de sociedades ha sido reconocida y encauzada por el Derecho de Sociedades comparado de diversas maneras. Una tendencia, basada en la ley de sociedades alemana de 1965, es la de incluir

[67] Sobre la justificación de la inclusión del elemento de deslealtad, ver POLO, Eduardo, Abuso o Tiranía, Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima, pág. 2277.

[68] La literatura sobre el tema de grupos de sociedades es extensa. Ver, entre otros, FORUM EUROPAEUM, Por un derecho de los grupos de sociedades para Europa, en Revista de Derecho Mercantil, N° 232, págs. 445 y siguientes; MANOVIL, Rafael M., Grupos de Sociedades en el derecho comparado, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1998; MARTINEZ MACHUCA, Pablo, La protección de los socios externos en los grupos de sociedades, Publicaciones del real Colegio de España, Bolonia, 1999.

en la legislación un conjunto de normas que regulen orgánicamente los grupos de sociedades. Esta opción, que ha sido seguida por algunos países como Brasil y Portugal, «pone de manifiesto el convencimiento del legislador ... de que no basta con el Derecho normal de sociedades (en situación de grupo) para proteger adecuadamente a [los accionistas externos y acreedores] contra los particulares peligros unidos a la formación del grupo».[69] En la mayoría de los países no existe una regulación comprehensiva de los grupos empresariales, pero no por ello se deja de reconocer normativamente su realidad y establece cauces jurídicos para la solución de los problemas que plantea. En estas jurisdicciones «se remite el supuesto al Derecho general civil, de sociedades y de quiebra y se adaptan sus reglas (en la mayoría de los casos merced a una interpretación judicial de desarrollo extralegal del Derecho) a las especialidades de la situación del grupo, a fin de contrarrestar los específicos peligros unidos al grupo de manera adecuada, efectiva y, a pesar de todo, flexible».[70] Independientemente de la opción normativa que se elija, lo cierto es que el Derecho de Sociedades debe responder a la realidad de los grupos y encauzar jurídicamente su actuación. Este es uno de los grandes vacíos de nuestro Derecho de Sociedades.

A mi criterio, los elementos principales de esa normativa debe ser los siguientes:

Definición de control y de grupo.

La ley debe incorporar los conceptos de control y de grupo. En el Perú, el concepto de control se encuentra definido en forma fragmentaria en ciertas normas legales o reglamentarias, fundamentalmente a propósito de información sobre la conformación de un grupo económico[71] o para efectos de la consolidación de estados financieros.[72] Sin embargo, no existe una definición de control aplicable para efectos societarios. Desde mi punto de vista, el control es un concepto esencial en el Derecho de Sociedades. La existencia de un bloque controlador y de accionistas externos a ese bloque es una realidad ineludible en muchas sociedades anónimas y presenta una serie de problemas que el Derecho debe resolver. La posición jurídica de la mayoría y de la minoría en la sociedad anónima son diferentes y lo que determina donde se ubica cada accionista es el concepto de control. El reconocimiento de la existencia de un bloque de control y las consecuencias jurídicas que se atribuyan a esa realidad debe partir, pues, de una adecuada definición de ese concepto. Esta definición debe recoger la esencia del concepto que es la capacidad de (no necesariamente ejercitada) de dirigir las actividades de la sociedad controlada. Esta capacidad provendrá normalmente de la participación accionaria, pero también puede surgir de disposiciones estatutarias o de contratos, o de una combinación de todo ello.

Adicionalmente, es necesario también que se defina adecuadamente el concepto de grupo de sociedades. A nivel doctrinal, el concepto de grupo presupone, como se ha dicho, una unidad empresarial y una pluralidad jurídica. Esta última no admite mayor discusión: más de una sociedad. El primer elemento es el que puede ofrecer más problemas. En general, el Derecho Comparado y la doctrina establecen dos elementos esenciales para la existencia de un grupo entre varias sociedades, la existencia de control común y de una dirección o un dominio unitario. El concepto de control es el que se ha definido en el párrafo anterior, y corresponde a una capacidad, un poder, y no necesariamente una actuación, para dirigir las actividades empresariales de la sociedad controlada.

El segundo elemento implica el ejercicio efectivo del control, de manera que las operaciones de las sociedades controladas pasan a ser dirigidas en forma centralizada por la cabeza del grupo. En tal sentido, Martínez Machuca escribe que dirección unitaria es la «manifestación de un poder dirigido a coordinar la política económica y las líneas esenciales de gestión de las sociedades dependientes ... Una pluralidad de sociedades estará sometida a una dirección unitaria cuando existan entre ellas vínculos financieros importantes, cuando la actuación coordinada de los administradores de las sociedades no sea esporádica u ocasional o, finalmente, cuando entre las sociedades existan vinculaciones organizativas, económicas, patrimoniales, financieras o técnicas, de modo que la relación que se establece entre ellas no pueda considerarse como meramente

[69] FORUM EUROPAEUM, op. Cit., págs. 451 – 452.

[70] FORUM EUROPAEUM, op. Cit., pág. 453. Para una defensa de esta posición, ver PAZ ARES, Cándido, Uniones de empresas y grupos de sociedades, en URIA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio, Curso de Derecho Mercantil (Estudio Colectivo), Civitas, Madrid, 1999.

[71] Ver, por ejemplo, el artículo 5 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado por Resolución Conasev N° 722-1997-EF/94.10

[72] Reglamento de Información Financiera aprobado por Resolución Conasev N° 103-99-EF/94.10.

provisional sino como una verdadera y estable situación de dependencia de las sociedades controladas respecto de la dominante».[73]

Así, pues, habrá grupo cuando un conjunto de sociedades se encuentren sujetas al control y a la dirección unitaria de otra personas o personas que actúen como grupo. En palabras del Forum Europaeum: «La unidad empresarial del grupo sólo se constituye a través de la dirección unitaria ejercida por la sociedad dominante. Si esta última no hace uso de su posibilidad de dominio ... no cabe hablar, en sentido material, de grupo.»[74]

Publicidad

Reconocido normativamente el grupo de sociedades, se debe establecer mecanismos para garantizar que los accionistas externos, los acreedores y el público en general tome conocimiento de la existencia de un grupo, puesto que ésta habrá de tener consecuencias jurídicas para todos quienes se relaciones jurídicamente con la sociedad.

Como lo ha expresado el Informe Winter, «Una revelación completa respecto a la estructura de los grupos y de las relaciones intra grupo es un requisito crucial para asegurar que el funcionamiento de los grupos sea compatible con los intereses de los accionistas y los acreedores en los diferentes niveles. El proceso de consulta ha revelado que la transparencia es considerada el área de intervención más importante con respecto a los grupos». La obligación de informar debe comprender la revelación de la existencia del grupo y de su conformación, las relaciones relevantes que existan en su interior, las operaciones entre sociedades pertenecientes al grupo y la presentación de información financiera consolidada.

Interés del grupo e interés social

La existencia del grupo plantea de inmediato la cuestión de las posibles tensiones entre el interés del grupo y el interés social de cada una de las diversas sociedades que lo conforman, o de los accionistas externos o acreedores de cada una de éstas. Partiendo de una óptica empresarial, resulta evidente que la existencia de un grupo de sociedades requiere de una gran flexibilidad desde el punto de la asignación de recursos y la realización de operaciones entre las sociedades agrupadas. Desde el punto de vista del grupo, puede ser perfectamente racional que una sociedad «subsidie» a otra transfiriéndole recursos en condiciones más ventajosas que las del mercado. Puede también ser racional asignar las operaciones entre las distintas sociedades, e incluso cesar las operaciones de alguna de ellas si su cuota de mercado puede ser absorbida en forma más ventajosa por otra sociedad del grupo.

Todo ello, sin embargo, plantea serios problemas de interpretación jurídica a la luz de los deberes fiduciarios de los administradores de procurar el interés de la sociedad y no el de accionistas en particular. Contrástese la disposición contenida en el artículo 173 de la Ley General de Sociedades[75] con el hecho de que en los grupos de sociedades los administradores de una sociedad dominada reportarán y seguirán las instrucciones de la sociedad matriz.[76] Por esta razón, en el Informe Winter se recomienda a los países miembros de la Unión adoptar reglas y criterios para suplir esta aparente contradicción: «El Grupo considera que existen razones para requerir a los Países Miembros que establezcan una regla marco para los grupos que permita a los administradores de una sociedad perteneciente a un grupo adoptar e implementar una política coordinada de grupo, siempre que los intereses de los acreedores de cada sociedad sean protegidos efectivamente y que haya un balance de ventajas y desventajas a lo largo del tiempo para los accionistas externos de cada sociedad».[77]

Una alternativa para el logro de esta finalidad es seguir el modelo trazado por la legislación societaria alemana sobre grupos

[73] MARTINEZ MACHUCA, op. Cit. , pag. 49.

[74] FORUM EUROPAEUM, op. Cit., pág. 473. Señala MARTÍNEZ MACHUCA: «La dirección unitaria supone la efectiva sumisión de las sociedades controladas a las directrices de la sociedad matriz del grupo, la sujeción de las sociedades dependientes a la política económica de la sociedad dominante, dependencia de aquellas respecto de la sociedad que detenta el poder de dirección en el grupo». Op. Cit. Pág. 50.

[75] Ley General de Sociedades, artículo 173.- «(...) Los directores elegidos por un grupo o clase de acciones tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron».

[76] Escribe MARTINEZ MACHUCA: «Se podrá hablar de dirección unitaria y de grupo de sociedades cuando los administradores de las sociedades controladas actúen en función de las instrucciones impartidas por los administradores de la sociedad matriz, de forma que el grupo en la práctica funcionará como una sola sociedad, aunque esto dependerá del grado de centralización que exista». Op. Cit. Pág. 50.

[77] Informe Winter, pág. 97.

contractuales.[78] En ellos, la celebración de un contrato de dominación entre la sociedad dominante y la subordinada, hace que el poder de dirección sobre esta última se transfiera a la primera. Señala Mannovil que «el objeto del contrato de dominación es subordinar la dirección de los negocios de la sociedad dependiente a la otra persona. Con el consiguiente derecho de la dominante a impartir instrucciones se genera una relación de dominio y lo que la doctrina llama una dependencia calificada». Según la legislación alemana, «si el contrato no dispone en contrario, también pueden impartirse instrucciones que sean desventajosas para la sociedad cuando respondan a los intereses de la empresa dominante o a los de una empresa grupalmente vinculada a ella y a la sociedad (dependiente)». [79]

Estas instrucciones son obligatorias para los administradores de la sociedad dominada. La misma norma señala que «el directorio está obligado a cumplir con las instrucciones de la empresa dominante. No tiene derecho a negarse a cumplir una instrucción porque a su juicio no responsa a los intereses de la empresa dominante o de la empresa vinculada a aquella y a la sociedad por vínculos grupales, salvo que ostensiblemente no sirva a esos intereses». [80] Esta radical alteración de los deberes fiduciarios en la sociedad anónima tiene una contrapartida. Celebrado el contrato de dominación, los accionistas externos pueden optar por retirarse de la sociedad, en cuyo caso la sociedad dominante debe adquirir sus acciones por un precio justo. En caso de permanecer en la sociedad, tienen derecho a un dividendo mínimo. Se generan además deberes de la sociedad dominante a proteger el patrimonio de la dominada y a comportarse como un honesto y diligente comerciante en su papel de controlador. Otra modelo es el establecido por la jurisprudencia francesa a través de la denominada doctrina Rozenblum.[81] Conforme a ésta, sobre la base de la legislación societaria tradicional francesa se legitima en ciertas circunstancias la adopción de decisiones beneficiosas para el grupo que perjudican el interés de una sociedad integrante. Se requieren tres elementos para lograr esta legitimación. En primer lugar, el grupo debe ser estructuralmente sólido. Esto implica que debe existir un cierto equilibrio en la relación entre las empresas que integran el grupo, de manera que exista complementariedad entre ellas y que, en la persecución de los intereses del grupo, la empresa dominante no pueda ignorar completamente los intereses propios de cada sociedad. En segundo lugar, debe existir una política coherente de grupo, en la que resulten comprendidas y coordinadas las actividades empresariales de las distintas sociedades que lo componen. Finalmente, en tercer lugar, debe existir un equilibrio interno entre las cargas y ventajas que soportan las distintas sociedades del grupo. No es lícito, bajo la doctrina Rozenblum, imponer arbitrariamente o de forma desproporcionada, los costos sobre alguna sociedad del grupo. La pertenencia al grupo debe significar a lo largo del tiempo una mezcla equilibrada de costos y beneficios para la sociedad.

La revisión de estas dos opciones de tratamiento del mismo fenómeno permiten observar, más allá de las diferencias de técnica, un sustrato común. En primer lugar, la necesidad de reconocer la posibilidad de la sociedad dominante de adoptar decisiones convenientes para el interés del grupo pero inconvenientes para alguna de las sociedades que lo integran. Y, en segundo lugar, y como complemento necesario de lo anterior, el indispensable establecimiento de mecanismos de compensación que permitan evitar un perjuicio indebido a los intereses de los socios externos. De esta forma, se evita que los accionistas minoritarios puedan bloquear una decisión que genera valor desde el punto de vista económico, pero se establece como requisito que parte de ese valor generado se transfiera a las personas perjudicadas con la operación.

Deberes fiduciarios del accionista dominante

En contraposición a la capacidad del controlador de adoptar las decisiones al interior de la sociedad, debe necesariamente reconocerse la existencia de deberes fiduciarios a cargo de dicho accionista. En teoría podría argumentarse que dado que la división de competencias entre los órganos sociales hace que las decisiones de administración recaigan exclusivamente en el directorio, los accionistas controladores no adoptan tales decisiones y, por tanto, no deben tener deberes fiduciarios. Considero que este argumento no tiene sustento. En nuestra normativa, existen

[78] Ver, en general, MANNOVIL, op. Cit. Págs. 421 y siguientes.
[79] Artículo 308 del AkyG, citado por MANNOVIL, op. Cit. Pag. 435.
[80] Artículo 308 del AkyG, citado por MANNOVIL, op. Cit. Pag. 436.
[81] Ver, FORUM EUROPAEUM, op. Cit., págs. 486 y siguientes.

decisiones sobre aspectos de administración que caen bajo la competencia de la junta, como la enajenación de activos cuyo valor excede cierta cifra.[82] Más aún, la ley faculta a la junta a adoptar decisiones en «cualquier caso que requiera el interés social» [83] y responsabiliza a los directores por el cumplimiento de los acuerdos de la junta general. [84] Claramente, pues, desde el punta de vista del Derecho positivo, la Junta puede adoptar decisiones en materia de administración de la sociedad. De otro lado, existen otras materias no consideradas de administración, que son de competencia de la junta general y en las que se plantea la posibilidad de abusos del controlador respecto de los accionistas externos: aumento y reducción de capital, otras modificaciones estatutarias, reorganizaciones societarias, etc.

Todo lo anterior justifica la imposición de deberes fiduciarios en los accionistas mayoritarios. Es por esta razón que en el Código Olivencia, luego de constatar la importancia de los bloques accionarios de control en la estructura de poder de las sociedades, se señaló que el deber de fidelidad de los directores «alcanza también a los accionistas significativos dada su especial posición en una sociedad cotizada». [85] En el mismo sentido, en el Derecho inglés se extiende estos deberes a quien en los hechos dirige la actuación del directorio de una sociedad, al que se denomina shadow director.[86]

A diferencia de lo que sucede respecto de los administradores, cuyos deberes fiduciarios se encuentra prolijamente regulados por la ley, no existe, en nuestra normativa societaria, una disposición expresa que establezca deberes de diligencia y lealtad a cargo del accionista controlador. El artículo 133 de la Ley General de Sociedades prohibe a los accionistas ejercer su derecho de voto en situaciones de conflicto de intereses y el artículo 139 permite la impugnación de los acuerdos que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio de uno o varios accionistas. Sin embargo, no existe en la ley prohibición expresa alguna para que los accionistas mayoritarios adopten acuerdos que perjudiquen a la minoría sin afectar a la sociedad. Tampoco existe, literalmente, una prohibición de acuerdos que lesionen el interés social pero sin beneficiar a algún accionista en particular. Ello obliga a recurrir a los principios generales del derecho privado – como el principio de la buena fe, o la prohibición del abuso del derecho – para fundamentar estos deberes.

En este sentido, considero que sería recomendable que, en el contexto del reconocimiento normativo del papel del accionista de control y de los grupos de sociedades, que se establezca expresamente el contenido del deber de lealtad del accionista de control. Esta configuración no debe suponer un recorte a la facultad del accionista de control de dirigir las actividades de la sociedad, ni afectar su juicio de negocios sobre la conducción de la actividad empresarial. Por el contrario, debe proteger esos ámbitos de decisión, pero establecer claramente el deber de lealtad y garantizar medios de resarcimiento a los accionistas minoritarios en caso que se vean perjudicados por las decisiones del controlador.

El derecho de separación y la exclusión de accionistas

Finalmente, la normativa en materia de grupos de sociedades debe reconocer el derecho de las partes – los accionistas minoritarios, pero también la sociedad dominante – para excluir a los accionistas externos de una sociedad.

El derecho de separación de los accionistas minoritarios no ofrece mayor dificultad. La legislación societaria lo ha reconocido desde hace bastante tiempo como un mecanismo básico de protección del accionista minoritario ante decisiones de la mayoría que ocasionen modificaciones estructurales o esenciales en la sociedad.[87] En estos casos, la opción legislativa ha sido la de permitir que prevalezca el voto de la mayoría (evitando, por ejemplo, exigir el consentimiento individual), pero otorgar al accionista disidente la posibilidad de separarse de la sociedad, obteniendo el reembolso de su inversión.

La inserción de una sociedad antes independiente dentro de un grupo de sociedades es, sin duda, una modificación sustancial en las bases sobre las cuales se configura el negocio. Si un accionista adquirió su participación cuando la sociedad era

[82] Ley General de Sociedades, artículo 115, inciso 5.
[83] Ley General de Sociedades, artículo 115, inciso 8.
[84] Ley General de Sociedades, artículo 177.
[85] COMISION ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CODIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: El Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Madrid, 26 de febrero de 1998.
[86] FERRAN, op. Cit., págs. 482-484.
[87] Ley General de Sociedades, artículo 200.

independiente, su inserción en un grupo significa un cambio de las condiciones de la inversión inicial. En este caso, resulta razonable, como contrapartida del reconocimiento de la existencia del grupo y de las consecuencias que ello tiene para el ordenamiento de los poderes y responsabilidades en la sociedad, reconocer a los accionistas externos una posibilidad de salida. Es por ello que el derecho alemán de grupos reconoce la facultad de los accionistas de separarse de una sociedad cuando se forma un grupo contractual en el cual la sociedad en la que tienen participación se coloca en posición de subordinación.

Una función similar a la de este derecho de separación la cumplen las normas sobre OPA obligatoria. Por ejemplo, de conformidad con el City Code británico, cuando una persona adquiere una participación de 30% o más en una sociedad listada, queda obligado a lanzar una oferta pública de adquisición respecto de la totalidad de las acciones de dicha sociedad que no posea.[88] En este sentido, García de Enterría explica que, además de la oportunidad de participar en la prima de control, la OPA obligatoria se funda en «la conveniencia de permitir que los accionistas minoritarios puedan abandonar la sociedad y liquidar su inversión en las mismas condiciones que los socios de mayor entidad, ante los previsibles cambios que pueda imponer un nuevo socio de control en la gestión y administración social». [89]
Evidentemente, desde que no recoge el concepto de control, la Ley General de Sociedades no reconoce un derecho de separación ante cambios de control o la inserción de la sociedad en un grupo. En cambio, sí atribuye derecho de separación a los accionistas disidentes «cuando una sociedad anónima abierta acuerda excluir del Registro Público del Mercado de Valores las acciones u obligaciones que tiene inscritas en dicho registro y ello determina que pierda su calidad de tal y que deba adaptarse a otra forma de sociedad anónima». Independientemente de la imperfección de la norma[90], la exclusión del referido registro estará ligada normalmente a la pérdida de liquidez de las acciones y no a la concentración del accionariado. La misma justificación sustenta la denominada oferta pública de compra por exclusión que debe lanzar la persona que cause la exclusión de los valores de un emisor del Registro Público del Mercado de Valores. [91]

Un tema bastante más novedoso, al menos en nuestro mercado, es el de la facultad del accionista de control de excluir forzosamente del accionariado a los accionistas minoritarios, es decir la operación que los anglosajones denominan squeeze-out.[92] Como lo expresa claramente el FORUM EUROPAEUM, «desde el punto de vista económico no tiene sentido mantener accionistas minoritarios en las filiales». Las razones económicas que justifican la atribución de este derecho al accionista minoritario han sido claramente explicadas por Cándido Paz Ares: a pesar de que el valor generado por la exclusión de los minoritarios sea mayor al costo que ellos sufrirían como consecuencia de ésta, es probable que la mera posibilidad de compra de las acciones no sea suficiente para que la operación se realice, debido a la existencia de fallos de mercado. Escribe Paz Ares «El socio mayoritario necesita un derecho que sólo se lo pueden procurar los minoritarios. O más exactamente los, que solo se lo pueden procurar los minoritarios actuando de consuno, pues si se lo ofrecen unos y se lo niegan otros, poco o ningún provecho obtiene de la transacción. Esta circunstancia determina que el valor marginal de las acciones de los minoritarios, que para ellos se mantiene estable, resulte exponencialmente creciente para el socio mayoritario. Para él, conseguir la última acción vale infinitamente más que para el minoritario conservarla. Y aquí es precisamente donde estriba la raíz del problema , pues estando así las cosas cualquier minoritario se sitúa en una posición de monopolio y, desde ella, amenaza el éxito de una transacción mutuamente ventajosa, que alternativamente llegaría a buen puerto. Es razonable, por tanto, que el sistema jurídico, para facilitar el resultado eficiente y evitar el hold-up, permita invadir el derecho del minoritario sin su consentimiento ...». [93]

En nuestro país existen razones adicionales que justifican que se atribuya al accionista de control la posibilidad de excluir a los accionistas minoritarios. Una es que la existencia de accionistas minoritarios puede determinar que

[88] Ver, GARCIA DE ENTERRIA, Javier, La OPA Obligatoria, Civitas, Madrid, 1996, págs. 31 y siguientes.
[89] GARCIA DE ENTERRIA, op. Cit. Pág. 199.
[90] La sociedad anónima abierta no lo es por tener valores inscritos en el Registro Público del Mercado de valores, sino, entere otros casos, por haber hecho oferta pública primaria de ellos. Por tanto, la exclusión de sus valores de ese registro no determina que pierda la calidad de sociedad abierta.
[91] Ley del Mercado de Valores, artículo 69.
[92] Ver, PAZ ARES, Cándido, Aproximación al estudio de los squeeze-outs en derecho español, en Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, N°3/2002.
[93] Paz Ares, Cándido, Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español, en Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, N° 3/2002.

la sociedad deba adaptarse o mantenerse bajo la forma de sociedad anónima abierta, lo cual puede irrogar costos como los provenientes de las obligaciones de informar exigidas por la legislación del mercado de valores, además de limitar la libertad de contratación de los socios – por ejemplo, al no reconocer la eficacia frente a la sociedad de pactos restrictivos de la transferencia de acciones[94] o al imponer quórum y mayorías máximos para la junta general[95] o extensos plazos para la convocatoria[96].

De otra parte, es posible que los beneficios recibidos por los accionistas de que la sociedad se mantenga con esa condición jurídica, sean muy limitados. No es infrecuente la situación en la que existen muchos accionistas con posiciones accionariales pequeñas que prácticamente carecen de valor, que en la práctica han hecho abandono de sus títulos. Muchas veces la sociedad no puede siquiera ubicarlos para ofrecerles la compra de sus acciones. Esta situación fue uno de los motivos de la Ley N° 26985, sobre «protección de los accionistas minoritarios en las sociedades anónimas abiertas», que extendió el plazo de caducidad para el cobro de dividendos de tres a diez años y obligó a las sociedades abiertas a publicar listados de accionistas.

No se piense que la atribución del derecho de exclusión a los accionistas mayoritarios es una creación extraña, ajena a nuestra tradición jurídica. Como señala el FORUM EUROPAEUM, se trata de un derecho bastante extendido a nivel internacional, que se encuentra consagrado normativamente en los Países Bajos, Bélgica, Francia, Austria, Gran Bretaña, Italia y Suiza.[97]

En este sentido, reconociendo que los derechos de exclusión establecidos normativamente en la mayoría de los países miembros difieren en una serie de aspectos, el Informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos sobre Derecho Societario de la Unión Europea sobre Temas Relativos a las Ofertas Públicas de Adquisición, recomienda un tratamiento uniforme a nivel de Directiva sobre el tema.[98]

Evidentemente, la configuración normativa del derecho de exclusión debe incorporar las seguridades necesarias para garantizar un tratamiento equitativo y evitar los abusos respecto de los accionistas minoritarios. Estas seguridades comprenden, en primer lugar, el establecimiento de un umbral bastante elevado de participación para que el accionista controlador pueda imponer la exclusión. La Comisión de Expertos en Derecho Societario de la Unión Europea recomienda que el umbral se ubique entre el 90 y el 95% de participación.

El segundo elemento de seguridad se refiere a la contraprestación a pagar a los accionistas excluidos. En la propuesta de la Comisión de Expertos en Derecho Societario de la Unión Europea, se distingue según que el accionista controlador haya cruzado el umbral a través de una OPA o no. Si lo ha hecho, el precio ofrecido en la OPA se considerará como una contraprestación adecuada para la exclusión en la medida que la OPA haya sido aceptada por los titulares de al menos el 90% de las acciones a las que se extendió la oferta. En caso que éste no hubiera sido el caso, se recomienda que la equidad del precio sea objeto de revisión por expertos designados por la autoridad competente.[99]

4.5. Asegurar el acceso a la información

La existencia de información oportuna, completa y veraz sobre la empresa, sus negocios y su gobierno, es un elemento fundamental para la operación de todo mercado. Si los inversores no tienen acceso a ese nivel de información, otros derechos que les asigne la legislación podrán tornarse vacíos de contenido. Si no existe información, el sistema de precios no operará adecuadamente y las soluciones de mercado comenzarán a fallar. Dada su característica de bien público, la información no será producida y divulgada espontáneamente en la cantidad óptima. Es por ello que es generalmente aceptado que la legislación societaria y del mercado de valores debe establecer obligaciones de informar a accionistas e inversores, a cargo de las empresas.

La imposición de exigentes deberes de informar a cargo de las empresas es uno de los ejes más claros de la modificación de las legislaciones societarias en los países más modernos. Señala la Comisión Winter:

[94] Ley General de Sociedades, artículo 254.
[95] Ley General de Sociedades, artículo 257.
[96] Ley General de Sociedades, artículo 257.
[97] FORUM EUROPAEUM, págs. 523 - 524.
[98] Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Bruselas, 10 de enero de 2002 (en adelante citado como «Informe Winter sobre OPAs»), págs. 63 y siguientes.
[99] Informe Winter sobre OPAs, págs. 65 – 66.

«Requerir la divulgación de información puede ser una herramienta regulatoria muy poderosa en el Derecho de Sociedades. Mejora la responsabilidad [accountability] respecto de y la transparencia de la estructura de gobierno de la sociedad. El mero hecho de que las estructuras de gobierno o acciones o hechos en particular tengan que ser revelados, y por lo tanto explicados, crea un incentivo para dejar de lado estructuras que no sean consideradas como una buena práctica y evitar acciones que impliquen incumplimiento de deberes fiduciarios. Para quienes participan en sociedades o hacen negocios con ellas, la información es un elemento necesario en orden a poder evaluar su posición y responder a los cambios que sean relevantes para cada uno. Información relevante de alta calidad es indispensable para el efectivo ejercicio de los poderes de gobierno...».[100]

El carácter imperativo de estas disposiciones es claro. La Sarbanes – Oxley Act de los Estados Unidos, por ejemplo, contiene exigentes disposiciones orden público en materia de información societaria: obligación de entregar información mas exacta y relevante, mayor responsabilidad de la administración por su contenido, y mayor independencia de los auditores encargados de revisarla. En esta misma línea, en el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, publicado en enero de 2003 por la Comisión Aldana en España, se enfatiza claramente el rol de la información y se aboga por normas de carácter imperativo a este respecto: «La transmisión de información al mercado no puede ser meramente voluntaria, independientemente de la naturaleza vinculante o no de las reglas o criterios de buen gobierno societario».[101]

En mi opinión, el derecho de información de los accionistas tiene un tratamiento excesivamente restrictivo en Ley General de Sociedades. En las sociedades que no tienen la calidad de abiertas, el derecho de información de los accionistas se ejerce en la junta general y se limita a los asuntos materia de la convocatoria.[102] Si bien accionistas con una participación no menor al 20% de las acciones suscritas con derecho a voto pueden exigir la convocatoria a junta general, esta facultad no está abierta para las minorías que tienen un porcentaje de participación inferior y, en todo caso, la convocatoria a una junta general resulta ser un mecanismo engorroso y complicado para el simple acceso a información sobre la marcha de la sociedad. Es cierto que, como señala Elías Laroza, la regulación del derecho a exigir auditorías especiales en la Ley General de Sociedades representa tiene una gran amplitud[103], la disposición en el sentido que las materias objeto de revisión debe ser «relativas a los últimos estados financieros» puede en la práctica restringir innecesariamente este derecho. Además, el tener que recurrir a una auditoría especial para obtener información relevante parecería fomentar innecesariamente el litigio, al imponer una vía de acceso a la información que podría ser considerada agresiva o conflictiva por la sociedad. Sería más sencillo que, sin perjuicio del derecho a disponer auditorías especiales, se reconozca también el derecho de los accionistas minoritarios de requerir la entrega de la información relevante sin que sea necesario efectuar una auditoría.

En el caso de las sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, son de aplicación también las obligaciones de información que establece la Ley del Mercado de Valores – que obliga a contar con auditoría externa, a formular y revelar estados financieros trimestrales y a informar hechos de importancia - pero ello no implica la capacidad de exigir información sobre aspectos específicos de la marcha de la empresa. Estas limitaciones se eliminan sólo en el caso de la sociedad anónima abierta, en la cual accionistas que representen al menos el 5% del capital pagado pueden exigir información fuera de junta. No obstante ello, las exigencias legales para que una sociedad califique como abierta en la práctica limitan el ámbito de aplicación de este derecho. Existen en nuestro mercado, de hecho, numerosas sociedades cotizadas con participaciones minoritarias relevantes, que no reúnen la calidad de sociedades abiertas.

Se ha dicho que una excesiva amplitud del derecho a la información podría prestarse a abusos de las minorías.[104] Sin embargo, especialmente en el caso de las sociedades con valores objeto de oferta pública, la transparencia debe ser una obligación

[100] Informe Winter sobre Sociedades, págs. 33 – 34.
[101] COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y LA SEGURIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS SOCIEDADES COTIZADAS, Informe, Madrid, 8 de enero de 2003 (en adelante citado como «Informe Aldaña»), pág. 16.
[102] Ley General de Sociedades, artículo 130.
[103] ELIAS LAROZA, op. Cit., pág. 464.

permanente y absoluta. Evidentemente, existe siempre la posibilidad del ejercicio abusivo de un derecho. Sin embargo, esa conducta es antijurídica y el Derecho cuenta con los mecanismos necesarios para ponerle freno.[105] La mera posibilidad de ejercicio abusivo no es motivo suficiente para desconocer un derecho que resulta fundamental para el adecuado manejo de las empresas.

Otro aspecto que debe ser objeto de reflexión es la información sobre la estructura de control de las sociedades listadas, lo que incluye no sólo las tenencias de acciones con derecho a voto, sino la existencia de pactos de accionistas, las relaciones de grupo y los mecanismos defensivos con respecto a OPAs que se hubieran adoptado. La revelación de esta estructura es esencial para la adecuada operación del mercado de control societario y es un dato relevante para los inversores al momento de decidir una inversión.[106] Es por ello que el Informe Winter sobre Sociedades recomienda que las estructuras de capital y de control de las sociedades sean reveladas al público.[107] Igualmente, la Comisión Aldaña ha señalado que «es de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales y de la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad y en el de sus filiales, sobre todo cuando en ellas participen también los accionistas de referencia, así como de la representación – directa e indirecta – que tienen en el Consejo estas sociedades, y de las medidas de blindaje de cualquier clase que puedan existir en la sociedad».[108] Resultan aleccionadoras, en este sentido, las disposiciones italianas en materia de transparencia contenidas en el Decreto Legislativo N° 58 de 24 de febrero, que obligan a revelar la existencia y el contenido de los pactos cuyo objeto sea ejercer el derecho a voto en las sociedades cuyas acciones coticen en bolsa y en las sociedades que las controlen o que limiten la transferencia de las acciones correspondientes. La norma establece que en caso que tales pactos no sean comunicados a la comisión de bolsa, depositados en el registro de sociedades y publicado un extracto de ellos en la prensa, los pactos serán nulos y el derecho de voto de las acciones a las que se refieren no se podrá ejercer. [109]

La Ley General de Sociedades es totalmente silente sobre esta materia. Por su parte, la regulación dictada por CONASEV al amparo de la Ley del Mercado de Valores, a la vez que obliga a entregar información detallada en aspectos que pueden ser irrelevantes, no establece normativa alguna con respecto a mecanismos de control distintos de la tenencia de acciones. [110]

4.6. Promover la participación de inversionistas institucionales

Los costos de agencia entre mayoría y minoría en la sociedad anónima se agravan por la apatía racional y los problemas de acción colectiva que dificultan la supervisión sobre la actuación del controlador y la defensa de sus propios intereses por parte de los accionistas minoritarios.

Para un accionista individual con una participación muy pequeña en una sociedad anónima, no resulta racional invertir tiempo y dinero en informarse, participar de los asuntos sociales y, eventualmente, adoptar acciones legales con la finalidad de resguardar sus derechos. Si este accionista percibe que en la sociedad en la que participa hay algo que no marcha bien, su opción más eficiente puede ser vender sus acciones. Para este tipo de accionistas, pues, la apatía frente a los problemas de la sociedad es racional. Sin duda en teoría sería posible que se reúna un grupo de accionistas lo suficientemente grande como para que los beneficios de la supervisión el ejercicio efectivo de sus derechos sea mayor que el costo irrogado. Sin embargo, los problemas de coordinación entre muchos accionistas dispersos hacen que el agrupamiento de los accionistas con este fin resulte poco factible en la práctica. [111]

---

[104] POLO, op. Cit., pág. 2287.

[105] Código Civil, Título Preliminar, Artículo II: «La ley no ampara el ejercicio ni la omisión busivos de un derecho».

[106] Ver, BECHT, Marco, Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, European Corporate Governance Network, Octubre de 1997, pág. 4.

[107] Informe Winter, pág. 34.

[108] Informe Aldaña, pág. 16.

[109] Decreto Legislativo N° 58 de 24 de febrero de 1998, Gaceta Oficioal italiana, parte primera, núm. 71, de 26 de marzo de 1998. Un extracto de esta norma en traducción española está publicado en ESTEBAN VELASCO, op. Cit., págs. 951 y siguientes.

[110] Ver Resolución Conasev N° 722-1997-EF/94.10. La resolución obliga a informar, por ejemplo, la identidad de todos los directores, gerentes y asesores de las sociedades que conforman un grupo, pero no la existencia de acuerdos relativos al voto.

[111] Para un resumen en castellano de la problemática de acción colectiva y apatía racional en las sociedades anónimas, ver TRIAS SAGNIER, Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades, McGraw Hill, Madrid, 1998, págs. 40 y siguientes.

Uno de los factores que puede aliviar estos problemas de acción colectiva y de apatía racional es la presencia de inversionistas institucionales en el accionariado. Las participaciones de los inversores institucionales en las sociedades con frecuencia representan monto considerables, de manera que claramente hay un mayor incentivo para adoptar medidas en resguardo de su valor. Por otro lado, a medida que mayor sea la participación de un inversor institucional en las acciones u obligaciones de un emisor, menor será la posibilidad de enajenar dicha participación en un plazo relativamente corto sin experimentar una pérdida considerable. Además, aún si logra vender su tenencia, el inversionista institucional enfrentará el problema de tener que colocar nuevamente los fondos. Esta pérdida de liquidez hace que la posibilidad de vender la participación e invertir en otros valores sea una decisión más difícil de ejecutar para un inversionista institucional que por inversionistas más pequeños. Finalmente, debido a que administra recursos de terceros, un inversionista institucional puede tener deberes fiduciarios con respecto a sus clientes o partícipes. Todo ello determina un cambio en la configuración del accionariado de las grandes sociedades que puede servir para contrarrestar los problemas de agencia.

Como dice Miguel Trias, «La apatía racional decrece proporcionalmente a medida que las participaciones y el mercado deja de tener liquidez. Cuando la participación de una determinada institución alcanza una masa crítica, empieza a ser razonable el empleo de un determinado nivel de recursos en la emisión de un voto informado, o incluso en la adopción de iniciativas relacionadas con el gobierno de la corporación..., Por otra parte, la concentración en un número de accionistas relativamente pequeño de un porcentaje relativamente elevado de participaciones sociales puede contribuir a la solución de la problemática de la acción colectiva. En un escenario en el que veinte o treinta inversores institucionales pueden poseer un porcentaje mayoritario de las acciones de la sociedad, es más probable la coordinación de políticas y la formación de coaliciones».[112] El Perú es un ejemplo de este fenómeno, producto de las crecientes participaciones que las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) ostentan en las principales sociedades cuyas acciones están listadas en la Bolsa de Valores de Lima, las cuales incluso las han llevado en muchos casos a poseer y ejercer la potestad de designar a integrantes del Directorio.

El potencial efecto benéfico de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades no ha pasado desapercibido. En las recomendaciones en Banco Mundial para la reforma de los sistemas de gobierno corporativo se indica que «Particularmente en los Estados Unidos pero cada vez más en otras economías desarrolladas, [los inversionistas institucionales] han trabajado activamente para asegurar que los gerentes y los directorios actúen en el mejor interés de los accionistas. Aunque estos inversionistas institucionales activos no tienen una participación de control, su visibilidad e influencia en los mercados de capitales les da un poder que pocas empresas pueden darse el lujo de ignorar». [113]
En este sentido, parece bastante claro que debe promoverse la participación activa de los inversionistas institucionales en el gobierno de las sociedades en las que participan. Ello no significa ejercer el control o la gestión de dichas sociedades, sino más bien cumplir una función de supervisión que incentive a la administración y a los accionistas controladores a maximizar el valor de la empresa. De más está decir que, desde este punto de vista, deben eliminarse los obstáculos normativos que dificulten la participación de los inversionistas institucionales en las sociedades en las que invierten los recursos que tienen en administración. Adicionalmente, puede resultar importante, para fomentar el efectivo ejercicio de esos derechos, promover el establecimiento y la divulgación de políticas formales sobre ese tema por parte de los inversionistas institucionales. [114]

En nuestro país, el artículo 94 del Reglamento de la Ley del Sistema Privado de Pensiones[115] regula la participación de las AFP en las juntas de accionistas de las sociedades en las que se invierten los recursos del fondo administrado. Sin embargo, se establece que los representantes que la AFP designe para las juntas generales así como las personas por las que tales representantes voten para su elección como integrantes del directorio de esas sociedades, no podrán ser accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP.

[112] TRIAS, op. Cit., págs. 88-89.
[113] BANCO MUNDIAL, Corporate Governance: A framework for implementarion, Setiembre de 1999, pág. 9.
[114] Por ejemplo, mediante disposiciones reglamentarias aprobadas recientemente, la Securities and Exchange Comission ha obligado a ciertos administradores de fondos a establecer y revelar públicamente políticas respecto al ejercicio de los derechos de voto en las sociedades en las que participan.
17 CFR, Parts 239, 249, 270 and 274.
[115] Decreto Supremo N° 004-98-EF, modifcado por Decreto Supremo 014-2003-EF.

Con ello, a mi criterio, se dificulta el ejercicio de las funciones de supervisión y promoción de buen gobierno que la norma supuestamente desea promover, pues se obliga a la AFP a elegir a terceros que no tendrán el mismo compromiso con el interés de los afiliados al fondo que los propios funcionarios de la administradora. Es que alguien duda que la función de supervisión sería cumplida de la manera más eficiente por los altos ejecutivos de una AFP, cuando la responsabilidad por el inadecuado ejercicio de esas funciones podría recaer sobre la propia administradora. Si la ley confía a esos administradores la facultad de decidir las inversiones del fondo y, en consecuencia, de comprar y vender las acciones de las que derivan los derechos políticos, por qué no les permite ejercer estos últimos derechos?

Aparentemente, más le preocupa al regulador el temor de que las AFP utilicen los derechos políticos de las acciones como palanca para beneficiar al propio grupo, que incentivarlas para que promuevan el buen gobierno societario. En mi opinión, hay que eliminar cualquier limitación a las personas a las que una AFP puede encomendar la función de supervisar a la administración de una sociedad, y, más bien, establecer en forma explícita los deberes fiduciarios de la administradora con relación al ejercicio de los derechos políticos correspondientes a los valores adquiridos con los recursos del fondo, como parte de sus obligaciones generales de diligencia y lealtad hacia sus afiliados.

VIII. Conclusión

Como se ha señalado más arriba, uno de los atributos que mayor valor otorga a la sociedad anónima como instrumento jurídico para la de la sociedad anónima está su idoneidad para permite la participación de inversionistas pasivos en la empresa. En consecuencia, las disposiciones y mecanismos que se establezcan para solucionar los problemas de agencia entre accionistas dispersos y administradores o entre accionistas controladores y accionistas externos deben ser diseñados de tal forma que afecten la capacidad de los controladores de adoptar libremente las decisiones empresariales que consideren más convenientes para la sociedad. Ello implica, en primer lugar, privilegiar mecanismos de control ex - post, como las acciones de responsabilidad, antes que mecanismos que permitan a la minoría bloquear las decisiones del accionista controlador. Implica igualmente proteger la discreción de los juicios de negocios de la administración y del accionista controlador, estableciendo un régimen de responsabilidad más tenue en materia de violación del deber de diligencia y más exigente con las infracciones al deber de lealtad. Por otra parte, es importante que se eliminen los obstáculos que hoy impiden el efectivo ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores por parte de los accionistas minoritarios, provenientes de las exigencias legales para el inicio de la acción social de responsabilidad.

De otro lado, es indispensable que la legislación reconozca y de cauce a la realidad del control y de los grupos de sociedades. Estas modificaciones normativas deben comprender al menos la definición de control y de grupo, la obligación de revelar la configuración y composición del grupo y la adecuación de las normas societarias para permitir la realización de operaciones que hagan prevalecer el interés del grupo, siempre que se compense adecuadamente a los accionistas externos. Debe incluir también la definición de los deberes fiduciarios del accionista de control. Finalmente, debe contemplar el derecho de separación de los accionistas externos ante la configuración del grupo, como también la facultad del accionista de control de excluirlos al alcanzar una cierta participación en el capital.

Dada la importancia de la información para el funcionamiento eficiente de los mercados y para la adecuada protección de los derechos sustantivos de los accionistas, es necesario que se refuercen las disposiciones legales en materia de derecho a la información, permitiendo a accionistas con tenencias menores el acceso a la información societaria fuera de junta general y sin realización de auditorías especiales. También se debe exigir que las sociedades cuyas acciones se encuentren listadas informen sobre su estructura de control. Por último es importante que se eliminen los obstáculos que dificultan la participación de los inversionistas institucionales en la supervisión de la administración de las sociedades en las que participan.

MIRANDA & AMADO
ABOGADOS

CONSIDERACIONES SOBRE EL REPARTO DE UTILIDADES EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Juan Luis Hernández Gazzo
Abogado. Master en Derecho Harvard Law School. Profesor de Derecho Mercantil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Las personas comunes y corrientes invierten en corporaciones por la sencilla y lógica razón de percibir retornos positivos. Sin embargo, en la medida que el Directorio adopte políticas de retención de pago de dividendos para efectuar, por ejemplo, reinversiones, estas personas no percibirán en el corto plazo los retornos que esperan con la inversión efectuada.

¿Qué métodos existen para subsanar este problema? ¿Cuáles son las posibilidades de poder recuperar lo invertido lo más pronto posible? ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de la retención de utilidades? ¿Cuáles son los problemas que se generan con los acreedores? La inversión en una corporación implica retornos al inversionista y desarrollo de la empresa. Conozca el tema un poco más con la lectura del presente artículo.

I. ALGUNAS IDEAS SOBRE EL REPARTO DE UTILIDADES

El reparto de utilidades ha sido concebido como un objetivo central de todo sujeto que participa como accionista en una sociedad anónima. Abundante es la literatura económica y legal que explica el carácter fundamental de la distribución de utilidades como materialización del beneficio de invertir en el capital de una sociedad anónima. El tipo legal «sociedad anónima» está diseñado para que el reparto de utilidades sea posible y el beneficio de los accionistas tangible, siempre bajo el cumplimiento de ciertas reglas que apuntan a proteger el patrimonio en favor de los acreedores de la sociedad. Así, sociedades anónimas y accionistas han hecho del reparto de utilidades un tema de agenda sustancial. Las sociedades anónimas –sobre todo las que tienen sus capitales abiertos al público o un accionariado difundido-guiadas por el interés de sus accionistas han tenido que pronunciarse sobre el tema de los dividendos; por tanto, se han visto orientadas a formular políticas de dividendos. De tal modo que los administradores han tratado de determinar la proporción adecuada de utilidades que deben ser distribuidas. Tal parece ser la exigencia del mercado.

Sin embargo, la racionalidad y eficiencia de esta conducta no está libre de cuestionamientos. Entre las razones que se alegan para atacar la existencia de una política de reparto de dividendos tenemos: i) con el reparto de dividendos el valor de la acción disminuye, dado que el reparto de dividendos genera una reducción del patrimonio neto de la sociedad, el valor patrimonial de la acción y, por ende, la inversión del accionista disminuirá; ii) si se reparte dividendos, la sociedad tendrá que buscar otros medios para financiar sus nuevas inversiones y proyectos, lo cual implica costos y riesgos, recurriendo a ofrecer acciones a terceros –efecto de variación de composición accionaria- o a endeudamientos bancarios o, por medio, del mercado de valores –costos de financiamiento; iii) es común que el reparto de dividendos sea gravado con impuesto a la renta, por lo que su distribución tiene un costo para el accionista, mientras que la generación de una utilidad no repartida aumenta el valor de la acción y dicho aumento no tiene un costo tributario, salvo por la ganancia de capital que se gravaría al momento en que esa acción sea vendida; y, iv) el reparto de dividendos va contra el deber de los administradores de maximizar el valor de la inversión de los accionistas, dado que el reparto de utilidades, como hemos mencionado, ocasiona una rebaja del valor de la acción y, por tanto, de la inversión del accionista.

Teniendo en cuenta las explicaciones anteriores, ¿son tan irracionales las sociedades y sus accionistas al, establecer las unas y exigir los otros, políticas de dividendos y ratios de reparto de utilidades?, ¿no debieran las empresas intentar imponer políticas de no reparto de dividendos? Consideramos que no. Existen razones para justificar la racionalidad y eficiencia de tales exigencias, no obstante parece que los argumentos para explicar la lógica y justificación del reparto de utilidades no han sido del todo contundentes[1].

El profesor de la Escuela de Derecho de Harvard y actual Decano de la misma, Robert Clark[2], ensaya siete factores relevantes para entender el actuar de sociedades y accionistas en torno al reparto de dividendos. Tres de esos factores tienen que ver con consideraciones tributarias especiales del inversionista, mientras que los otros cuatro están referidos a requisitos regulatorios, costos de transacción, costos de información y costos de agencia. Los siete factores son los siguientes: i) las empresas que sean accionistas, normalmente, tributan más por ganancias de capital que por percepción de dividendos, por lo que intentarán fomentar repartos de utilidades; ii) existe una serie de

[1] Para mayor información sobre la relación entre las políticas de dividendos y el valor de las acciones, recomendamos consultar: CLARK, Robert. Corporate Law. Little Brown & Company, 1986; KLEIN, William A. & John C. COFFEE. Business Organization and Finance. Foundation Press, 1996; MILLER & MODIGLIANI. «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares». 34 J. Bus. 411, 1961; FISCHEL, Daniel R. «The Law and Economics of Dividend Policy». 67 Va. L. Review, 669, 1981.

[2] CLARK, Robert. Op. cit., pp. 594-602.

inversionistas que no tributan, por lo que su posición en favor del reparto de dividendos no se verá limitada por razones tributarias y, más bien, será guiada por alguno de los factores que mencionaremos; iii) hay un grupo de inversionistas que tributan a tasas mínimas y que, por ende, estarían dispuestos, también, a optar por invertir en sociedades con políticas claras de reparto de utilidades, en la medida que se verifiquen algunos de los siguientes factores; iv) tenemos inversionistas cuyas inversiones están reguladas –o dirigidas voluntariamente- con el sesgo de buscar la mayor rentabilidad mediante la generación de la mayor cantidad de ingresos posibles, lo cual en materia accionaria se traduce en inversión en sociedades con altos ratios de distribución de dividendos (pensemos en algunos fondos de pensiones, compañías de seguros, fideicomisos, entre otros); v) asumiendo que existen accionistas que requieren un determinado flujo de dinero para poder atender una serie de compromisos o proyectos, teóricamente, resulta que los costos de transacción que involucran un reparto de dividendos –muchos de los cuales son trasladados por la sociedad al accionista- serían menores que los necesarios para proceder a una venta de acciones –esto teniendo en cuenta que el accionista podría obtener dinero por dos vías, o reparto de utilidades o venta de sus acciones-; vi) desconfianza de los inversionistas en las cifras que las sociedades reportan acerca de sus ganancias dado que los estándares de las auditorías no siempre son los más adecuados, por lo que resulta un comportamiento común dirigir sus inversiones a sociedades que reparten toda su utilidad o una buena parte de ella, al ser éste el único mecanismo eficaz que tienen los accionistas para verificar la real existencia de la utilidad, considerando, además, que las sociedades que tienen ratios altos de distribución de utilidades van a tender a ser muy precisas en la determinación de sus ganancias; y, vii) los inversionistas tenderían a buscar sociedades con altos ratios de pago de dividendos como una forma de trasladar a otros participantes en el mercado los costos de supervisión y monitoreo de la labor de los administradores, dado que al no tener la sociedad recursos suficientes para invertir en nuevos proyectos, tendrían que recurrir al financiamiento por medio del mercado (vía capital, con la emisión de nuevas acciones, o vía deuda, por medio de préstamos bancarios o emisiones de instrumentos de deuda), siendo esos otros participantes los que demandarán a la sociedad información clara sobre su gestión y cuentas como condición para el otorgamiento del financiamiento correspondiente[3]. En consecuencia, sea por estos factores o por otros que se quieran sugerir, no cabe duda que el tema del reparto de utilidades en las sociedades anónimas es un asunto de primer orden. La inversión de un accionista sólo puede tener retorno por dos vías: una, vendiendo sus acciones y, la otra, percibiendo utilidades.

II. EL DERECHO A LAS UTILIDADES EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

2.1. El derecho a las utilidades como derecho mínimo

El derecho a participar en las utilidades es un derecho fundamental para los socios de las sociedades anónimas[4]. La regulación legal del tipo societario «sociedades anónimas» está diseñado de manera tal que reconozca que todos los accionistas tienen derecho a participar en las utilidades de la sociedad anónima de la cual son socios.

Dentro de esa línea de pensamiento, nuestra Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) otorga al derecho de los accionistas a participar en las utilidades de una sociedad anónima la condición de derecho mínimo, lo cual hace que no pueda concebirse, en términos legales, una sociedad anónima donde un accionista no tenga el derecho abstracto a participar en las utilidades.

Así, el artículo 39[5] de nuestra LGS prescribe que está prohibido que el pacto social excluya

[3] Respecto del tema específico de la relación entre costos de agencia y reparto de dividendos sugerimos también: EASTERBROOK, Frank H. «Two Agengy-Cost Explanation of Dividends». 74 American Economic Review, 1984.

[4] Cabe resaltar que las sociedades anónimas no son las únicas donde este derecho adquiere trascendencia. En los demás tipos societarios el derecho a participar en las utilidades tiene, también, un carácter fundamental. Así, tenemos a las sociedades comerciales de responsabilidad limitada, sociedades colectivas, sociedades en comandita y sociedades civiles.

[5] Artículo 39.- Beneficios y pérdidas. La distribución de beneficios a los socios se realiza en proporción a sus aportes al capital. Sin embargo, el pacto social o el estatuto pueden fijar otras proporciones o formas distintas de distribución de los beneficios. Todos los socios deben asumir la proporción de las pérdidas de la sociedad que se fije en el pacto social o el estatuto. Sólo puede exceptuarse de esta obligación a los socios que aportan únicamente servicios. A falta de pacto expreso, las pérdidas son asumidas en la misma proporción que los beneficios. Está prohibido que el pacto social excluya a determinados socios de las utilidades o los exonere de toda responsabilidad por las pérdidas, salvo en este último caso, por lo indicado en el párrafo anterior. (El subrayado es nuestro)

a determinados socios de la participación en las utilidades de la sociedad[6]. Al ser la disposición comentada del artículo 39 una de carácter imperativo, si el pacto social de una sociedad anónima excluyese a uno o más socios de la participación en las utilidades, tal pacto social podría ser declarado nulo, en función de lo normado por el inciso 3 del artículo 33[7] de la LGS.

La regla es que los socios participan en las utilidades en la misma proporción en que participan en el capital social, siendo perfectamente posible, según el mismo artículo 39, que los socios acuerden participar en las utilidades en proporciones distintas a las que mantienen respecto del capital social. Un acuerdo en este sentido se implementaría mediante la creación de distintas clases de acciones.

A modo de ejemplo, dos futuros accionistas de una sociedad podrían incorporar, en el pacto social de la sociedad que pretenden constituir, un acuerdo mediante el cual, pese a que cada uno de ellos tendría una participación idéntica sobre el capital (cincuenta por ciento cada uno), participarían en las utilidades en una proporción diferente, en función de diversas consideraciones que van más allá del aporte al capital (conocimiento del negocio, buen nombre o reputación en el mercado, relaciones con clientes potenciales, entre otras), determinando que un accionista tendrá un derecho al noventa por ciento de las utilidades mientras que el otro un derecho al diez por ciento de las mismas. Un pacto como el descrito sería perfectamente válido conforme con nuestra legislación.

En función de la situación descrita en el párrafo anterior, cabe preguntarse cuál es el límite de un pacto como el aludido. Creemos que el único límite –asumiendo una válida formación del negocio jurídico «contrato societario» o «pacto social»- es el darle a todos los socios una participación en las utilidades, no interesando el porcentaje que se le otorgue. Por ello, y siempre asumiendo un válida formación del negocio jurídico, no habría problema de ilegalidad alguno para que, en el mismo ejemplo anterior, todos los socios involucrados acuerden que uno participaría en el noventa y nueve por ciento de las utilidades que generen y el otro en el uno por ciento de ellas. Evidentemente, cualquier variación futura que quiera efectuar una sociedad ya existente de su pacto social, específicamente de su estatuto social, con el fin de variar la proporción de la participación en las utilidades acordada, requerirá del consentimiento unánime de los socios afectados.

2.2. El derecho abstracto a las utilidades y el derecho de crédito al dividendo

Cuando nos referimos al derecho a las utilidades en materia societaria, debemos tener en claro, para evitar confusiones, la diferencia existente entre el derecho abstracto a las utilidades y el derecho de crédito al dividendo.

En efecto, típicamente cuando se menciona el derecho a participar en las utilidades que todo accionista de una sociedad anónima tiene -aunque sea en una proporción mínima-, se está aludiendo a lo que en doctrina se conoce como «derecho abstracto a las utilidades»[8]

Este derecho abstracto a las utilidades es en esencia el derecho potencial que todo accionista tiene a participar en las utilidades de la sociedad. Ese derecho potencial sólo será materializado si, entre otras condiciones, al menos se cumple una fundamental, a saber: que la sociedad arroje utilidades. Asimismo, en caso la sociedad arroje utilidades, en principio y en virtud del derecho abstracto a las utilidades, los accionistas no tendrán un acceso inmediato a las mismas.

Como es de suponer, la concreción de ese derecho abstracto a las utilidades resulta de

---

[6] Esta condición de derecho mínimo del derecho de los accionistas de una sociedad anónima a participar en las utilidades, tiene su fundamento legal, además del artículo 39 citado, en los incisos 1 de los artículos 95 y 96 de la LGS que establecen que las acciones con derecho a voto y las acciones sin derecho a voto, respectivamente, otorgan a sus titulares, cuando menos y entre otros, el derecho a participar en el reparto de utilidades.

[7] Artículo 33.- Nulidad del pacto social. Una vez inscrita la escritura pública de constitución, la nulidad del pacto social sólo puede ser declarada:(. . .)3. Por contener estipulaciones contrarias a normas legales imperativas (. . .

[8] A mayor abundamiento sobre el derecho abstracto a las utilidades, sugerimos consultar a: GARRIGUES, Joaquín. Curso de de Derecho Mercantil. Editorial Témis, Bogotá – Colombia, 1987; URÍA, Rodrigo. Derecho Mercantil. Marcial Pons, Madrid – España, 1995; BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Tecnos, Madrid – España, 1994.)

interés primordial para los accionistas de una sociedad. Es ante estas circunstancias que el denominado «derecho de crédito al dividendo» adquiere relevancia. Así, el derecho de crédito al dividendo supone que el accionista adquiera la calidad de acreedor frente a la sociedad como resultado de la materialización del derecho abstracto a las utilidades, es decir, de la obligación de pago de la utilidad al accionista por parte de la sociedad.

En principio y como regla general, el derecho de crédito al dividendo surge como resultado de un acuerdo de junta general de accionistas en el que, cumpliendo ciertos requisitos que analizaremos más adelante, se decide distribuir la utilidad generada. En efecto, es la junta general de accionistas la que conforme a nuestra LGS tiene la facultad de pronunciarse sobre la aplicación de las utilidades, según lo señala el inciso 2 del artículo 114[9] de la LGS. El dividendo es, entonces, la utilidad que se distribuye o va a distribuirse.

De ese modo, generada la utilidad y acordada su distribución en junta, se produce un movimiento contable en los estados financieros de la sociedad que grafica el cambio de condición de derecho abstracto a las utilidades a derecho de crédito al dividendo y, por ende, la variación de estatus del accionistas en el caso concreto: adquiere la condición de acreedor de la sociedad respecto del monto de utilidades cuya distribución se ha acordado y que le corresponde recibir. Producido el acuerdo de junta general de accionistas donde se decide la distribución de utilidades, se procede a cargar la cuenta patrimonial de resultados, disminuyéndola en el monto a repartir, y se abona dicho monto a una cuenta de pasivo denominada cuenta por pagar accionistas, lo que reflejaría la deuda que la sociedad tendría con los accionistas por ese concepto. La junta podría haber decidido el pago inmediato de las utilidades, supuesto en el cual se abonará a caja el correspondiente monto –rebajando la caja- y se cargará a la cuenta por pagar –eliminándola o disminuyéndola, según se trate de un pago total o parcial-; a su vez, la junta podría haber sujetado el pago del dividendo a un plazo (meses, por ejemplo) o a una condición (la existencia de caja)[10].

El reparto de utilidades que la junta general, u órgano similar, acuerde válidamente, genera la obligación de distribuir esas utilidades así se generen pérdidas posteriores, dada la condición de acreedor que adquieren los accionistas en relación con esos dividendos que se han acordado distribuir.

Si bien nuestra legislación societaria actual en materia de utilidades está diseñada sobre la base de los conceptos de derecho abstracto a las utilidades y derecho de crédito al dividendo, no existe mención expresa en nuestra LGS a tales conceptos –y no tendría por qué haberla-. Empero, cabe resaltar que estas nociones no necesariamente han estado presente siempre en nuestra legislación o práctica societaria. En tal sentido, es importante destacar como desde 1984 existe en el Perú un pronunciamiento expreso, a nivel de resolución de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), que recoge estas nociones a efectos de explicar la necesidad de que el derecho abstracto a las utilidades se materialice en un derecho de crédito al dividendo[11].

2.3. La junta general de accionistas y el derecho de crédito al dividendo: excepciones

Como hemos explicado, el derecho de crédito al dividendo surge como consecuencia de un acuerdo de junta general de accionistas que decide la distribución de utilidades.

[9] Artículo 114.- Junta Obligatoria Anual. La junta general se reúne obligatoriamente cuando menos una vez al año dentro de los tres meses siguientes a la terminación del ejercicio económico. Tiene por objeto: (. . .) Resolver sobre la aplicación de las utilidades, si las hubiere. (. . .).

[10] Nótese que en nuestra LGS no existe un pronunciamiento sobre el momento y forma de pago del dividendo, por lo que la junta general de accionistas deberá pronunciarse sobre el particular, no existiendo una norma que determine claramente la consecuencia legal en caso no se mencione momento y forma de pago. Cabe resaltar que la Resolución CONASEV No. 373-84-EF/94.10, publicada en el Diario Oficial «El Peruano» el 3 de diciembre de 1984, en el literal f) de su artículo único, prescribe que a falta de pronunciamiento sobre el momento de pago, el dividendo será exigible desde su determinación por el órgano correspondiente. Debemos tener en cuenta que la aplicación a todas las sociedades de esta resolución podría cuestionarse, sosteniendo que su ámbito estaría restringido a las sociedades sujetas a la supervisión de CONASEV –aquell que listan valores en bolsa o lasque han efectuado ofertas públicas de valores-. En tal sentido, consideramos acertada la provisión de la Ley de Sociedades Anónimas española –aprobada por Real Decreto Legislativo 1564/1989-, que en el inciso 2 de su artículo 215 señala que «En el acuerdo de distribución de dividendos determinará la junta general el momento y la forma de pago. A falta de determinación sobre estos particulares, el dividendo será pagadero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo». Con una provisión como la citada, se establece una regla clara de momento y forma de pago de dividendo cuando la junta general de accionistas no se haya pronunciado sobre esos temas fundamentales.

[11] Ver Resolución CONASEV No. 373-84-EF/94.10, publicada en el Diario Oficial «El Peruano» el 3 de diciembre de 1984.

En función de la regla anterior, y teniendo en cuenta que el derecho de crédito al dividendo es la materialización del derecho abstracto a las utilidades, resulta de interés fundamental para los accionistas de una sociedad, que tienen expectativa de cobrar dividendos, que tal acuerdo de junta general se produzca[12]. Sin embargo, nótese que este acuerdo, como suele suceder en materia de sociedades anónimas, se rige por el principio de mayorías. Es decir, es la mayoría la que finalmente decidirá si la utilidad que efectivamente se ha generado, se reparte o no. Teniendo en cuenta ello, podría suceder que el derecho de crédito al dividendo termine siendo, en la práctica, para las minorías tan abstracto como el derecho a las utilidades mismo. Por ejemplo, la mayoría podría querer siempre reinvertir las utilidades generadas, mientras que la minoría desear su reparto inmediato. Ante tal situación, sería fácil prever el resultado: las utilidades serían reinvertidas y la expectativa de la minoría desamparada.

Un escenario como el descrito lo único que haría es desalentar la inversión. La no predictibilidad respecto de la posibilidad de cobrar dividendos cuando la sociedad haya generado utilidades ahuyentaría a los inversionistas que no pretendan ser controladores de las sociedades[13]. En el afán de resolver esta problemática –la dependencia del derecho de crédito al dividendo del acuerdo de junta general de accionistas con la consiguiente posibilidad de abuso de las mayorías en contra de las minorías- nuestra LGS ha establecido una disposición especial contenida en su artículo 231[14]. En virtud de tal artículo, accionistas que representen cuando menos el veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto podrán exigir, de manera directa, a la sociedad el reparto, a prorrata entre todos los accionistas, de hasta el cincuenta por ciento de la utilidad distribuible de cada ejercicio luego de detraída la correspondiente reserva legal. Por ende, este derecho se activaría sin la necesidad de un acuerdo de junta general de accionistas, bastando sólo que se verifique la generación de utilidades y que se cumplan todos los requisitos que la LGS establece para el reparto, los cuales comentaremos más adelante. Precisa el citado artículo, con buen criterio creemos, que no podrán formar parte de ese veinte por ciento que puede exigir el reparto obligatorio aquello tenedores de acciones que otorguen un régimen especial sobre dividendos. Esto nos lleva a nuestro siguiente comentario.

Así como la LGS ha establecido una excepción legal a la necesidad de contar con un acuerdo de junta para el reparto de utilidades y el nacimiento del derecho de crédito al dividendo, en función de lo regulado por el artículo 231 comentado, la propia LGS no prohibe que vía la creación de clases de acciones –es decir, vía pacto- se conceda a algunos accionistas la facultad de exigir, bajo ciertas premisas, el reparto obligatorio de utilidades, sin la necesidad de que la junta general de accionistas se pronuncie previamente. Tal alternativa es regulada expresamente por el artículo 97[15] de la LGS para el caso de las acciones sin derecho a voto, pero consideramos que vía pacto puede ser incorporado como un derecho de una clase de acciones con derecho a voto.

Estas dos excepciones comentadas, creemos que apuntan a asegurar que el derecho abstracto a las utilidades pueda tener un contenido concreto por medio del derecho de crédito al dividendo, es decir, por la vía del reparto efectivo de las utilidades.

---

[12] El acuerdo de junta general de accionistas que se pronuncie sobre la aplicación de las utilidades se rige por quorums y mayorías simples, es decir, requiere en primera convocatoria de la concurrencia de acciones suscritas con derecho a voto que representen, al menos el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto y, en segunda convocatoria, bastará la concurrencia de una acción suscrita con derecho a voto para que el quórum sea válido. El acuerdo se adopta con el voto favorable de la mayoría de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en junta. El estatuto social puede establecer quorums y mayorías más altas, pero no inferiores. Todo ello conforme a los artículos 125, 126 y 127 de la LGS.

[13] Las sociedades que tengan valores de oferta pública inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores que administra CONASEV, de acuerdo con lo establecido por el literal a) del artículo 85 de la Ley del Mercado de Valores, deben aprobar una política de dividendos que fije expresamente los criterios para la distribución de utilidades. Esa política debe ser informada al mercado.

[14] Artículo 231.- Dividendo obligatorio Es obligatoria la distribución de dividendos en dinero hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio, luego de detraído el monto que debe aplicarse a la reserva legal, si así lo solicitan accionistas que representen cuando menos el veinte por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto. Esta solicitud sólo puede referirse a las utilidades del ejercicio económico inmediato anterior. El derecho de solicitar el referido reparto de dividendos no puede ser ejercido por los titulares de acciones que estén sujetas a régimen especial sobre dividendos.

[15] Artículo 97.- Preferencia de las acciones sin derecho a voto. Las acciones sin derecho a voto dan a sus titulares el derecho a percibir el dividendo preferencial que establezca el estatuto. Existiendo utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial a que se refiere el párrafo anterior.(. . .).

III. REQUISITOS PARA EL REPARTO DE UTILIDADES EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Para el caso de todas las sociedades reguladas por nuestra LGS, en materia de reparto de utilidades se ha establecido tres requisitos para que el citado reparto proceda. Así, el artículo 40[16], en sus dos primeros párrafos, contempla i) la necesidad de la existencia de estados financieros, ii) que no se reparta más de la utilidad efectivamente obtenida y iii) que no distribuye utilidades si se hubiere perdido una parte del capital, salvo que éste sea reintegrado o reducido en la cantidad correspondiente.

3.1. Necesidad de balance y no reparto superior a la utilidad efectivamente obtenida

En relación con estos dos primeros requisitos podríamos sostener que se resumen, como dice Elías, en «no se puede distribuir utilidades cuando no las hay» y «si hay utilidades, no se puede distribuir mayor cantidad que las que arroja el balance»[17].

En efecto, lo que establece el primer párrafo del artículo 40 es la necesidad de que exista un balance anual o parcial que arroje utilidades y que la sociedad pueda acordar distribuir como máximo ese monto de utilidades obtenidas, que son mostradas en el balance[18].

Compartimos las críticas vertidas por Elías[19] en cuanto a la deficiente redacción de dicho primer párrafo. En tal sentido, resultan inadecuadas las referencias a «estados financieros» en lugar de «balance», la de «fecha de corte» en reemplazo de «balance parcial», la de «directorio» en vez de «administradores» y la limitante de exigir «circunstancias especiales» al directorio como condición de un balance parcial. Respecto de este último aspecto, los administradores -el directorio, en el caso de las sociedades anónima que lo tengan- debiese ser libre de ordenar la confección de un balance parcial cuando lo estimen conveniente y no sujeto a la justificación de circunstancias especiales.

En síntesis, el cumplimento de estos dos requisitos resultan fundamentales para el derecho societario, en tanto, apuntan a proteger el patrimonio y el capital de la sociedad y, por ende, proteger el interés de los acreedores de una sociedad. El distribuir utilidades inexistentes a los socios, es decir, no generadas por la sociedad, supone la entrega o devolución de activos sin procedimiento especial alguno que apunte a proteger los intereses de terceros. Permitir lo anterior sería una forma encubierta de devolución de aportes o de capital, obviando el procedimiento formal para la reducción de capital que prevé nuestra LGS en el caso de sociedades anónimas, el cual supone publicaciones y la posibilidad de que los acreedores ejerzan derecho de oposición.

3.2. Patrimonio neto no inferior al capital

3.2.1. Alcance de la exigencia de no pérdida del capital

El tercer requisito para proceder al reparto de utilidades está contenido en el segundo párrafo del artículo 40 de la LGS, el cual menciona que «si se ha perdido una parte del capital no se distribuye utilidades hasta que el capital sea reintegrado o sea reducido en la cantidad correspondiente». Este requisito, al igual que los dos anteriores, se aplicarían, en principio, a todas las sociedades.

Ante tal frase surge como pregunta qué significa «perdido una parte del capital», es decir, ¿cómo se pierde el capital? Debemos tener claro en qué casos estamos frente a una pérdida de capital, ya que producida ésta no será posible la distribución de utilidades, a menos que se cumpla con reintegrarlo o reducirlo en el monto pertinente. Dentro de esa línea, parece vital, también, entender el alcance del reintegro o la reducción del capital,

[16] Artículo 40.- Reparto de utilidades La distribución de utilidades sólo puede hacerse en mérito de los estados financieros preparados al cierre de un periodo determinado o a la fecha de corte en circunstancias especiales que acuerde el directorio. Las sumas que se repartan no pueden exceder el monto de las utilidades que se obtengan. Si se ha perdido una parte del capital no se distribuye utilidades hasta que el capital sea reintegrado o sea reducido en la cantidad correspondiente. (. . .).

[17] ELÍAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Editora Normas Legales. Lima, 1999. Tomo I, pág. 111.

[18] Este requisito sobre la necesidad del balance, está siendo abandonado en ciertas legislaciones. La desconfianza generada por el manejo de las cifras de la contabilidad y la labor de ciertas compañías auditoras, está generando que se habilite a los directores para que valúen los activos de la sociedad y determinen que, si son superiores a los pasivos, proceda el reparto de utilidades. Obviamente, los directores serán responsables por la valuación efectuada. A modo de ejemplo, se puede citar la legislación societaria del Estado de California en EEUU y la Revised Model Business Corporation Act, suerte de legislación societaria modelo en EEUU. Ver: KLEIN, William A. & COFFEE, John C. Op. cit., pág. 216.

[19] Ibid. pp. 110-111

J. L. Hernández

como elemento habilitadores de un reparto de utilidades frente a una situación de capital perdido.

Como sabemos, el capital es una cifra legal de la contabilidad que se forma e integra con los aportes o capitalizaciones posteriores que se hayan efectuado en una determinada sociedad. El capital social es equivalente al número de acciones o participaciones que la sociedad haya emitido por el valor nominal que éstas poseen. En tal sentido, el capital social, en términos formales, no se ve reducido con el día a día de los negocios. El capital social sólo varía como resultado de un procedimiento formal: aumento de capital o reducción de capital. El patrimonio neto de la sociedad, que es el resultado de la diferencia entre activos y pasivos o de la suma de las cuentas patrimoniales de la sociedad –entre ellas el capital-, sí puede estar en constante movimiento según las operaciones o negocios que la sociedad efectúe. Así, el patrimonio neto aumenta o se reduce como resultado del día a día del negocio. No sucede lo mismo con el capital social en nuestra legislación, el cual, como hemos, dicho, está concebido como una cifra legal que se altera como resultado de procedimientos formales[20].

Tratando de dar contenido a la frase «perdido una parte del capital», Elías sostiene que su significado sería que la sociedad tenga pérdidas acumuladas[21]; es decir, nos encontramos frente a una situación de pérdida de capital, que impide el reparto de utilidades, cuando una sociedad tiene pérdidas acumuladas y genera utilidades en un momento posterior. Esas utilidades no podrían ser repartidas, según el tratadista citado, si previamente no se compensa esas pérdidas con las utilidades obtenidas.

Consideramos que una sociedad no está siempre frente a una situación de pérdida de capital cuando tiene pérdidas acumuladas. Somos de la opinión que la referencia del artículo 40 –»pérdida de capital»- está dirigida a la situación en que el capital social no tenga más un respaldo real en el patrimonio neto de la sociedad. En tal sentido, el capital se habrá perdido –en los términos del artículo 40- cuando el patrimonio neto social sea inferior al capital; esto es, cuando los activos menos los pasivos no cubran el valor del capital o cuando la suma algebraica de las cuentas de patrimonio arrojen una cifra inferior a la del capital. En efecto, lo que busca una provisión como la aludida es impedir que los socios o accionistas de una sociedad vía un reparto de dividendos ocasionen o empeoren una situación de no respaldo real del capital, en detrimento de los intereses de acreedores o terceros en general. Adviértase que el segundo párrafo del artículo 40 prescribe que «si se ha perdido una parte del capital», como si se tratara sólo de un tema previo al reparto. Somos de la opinión que el capital no sólo no debe estar perdido antes del reparto de utilidades, sino que tampoco debe estar permitido que se pierda como consecuencia del reparto. Nuestro artículo 40 no parece ser claro al respecto, por lo que consideramos que una interpretación adecuada del mismo, debiese llevarnos a concluir que la idea es que el patrimonio neto no sea inferior, o no termine siendo inferior, al capital como condición previa a un reparto de utilidades o como resultado de una distribución, respectivamente[22].

Si bien el origen más frecuente de que el patrimonio neto sea inferior al capital –pérdida de capital- radicaría en la existencia de pérdidas acumuladas, no es cierto que toda sociedad con pérdidas acumuladas necesariamente haya perdido capital –y, por ende, tenga un patrimonio neto inferior a su capital- ni que toda sociedad sin pérdidas acumuladas tenga un patrimonio neto igual o superior a su capital.

En efecto, una sociedad con pérdidas acumuladas podría no haber perdido su capital y, por tanto, tener un patrimonio neto igual o superior a su capital. Tal situación podría explicarse por la existencia de otras cuentas patrimoniales que revierten el efecto consumidor del patrimonio neto por pérdidas acumuladas. Así, la sociedad podría tener un excedente de revaluación, resultado de una valuación de sus activos sobre la base de una tasación que genera un excedente –resultado positivo de la diferencia entre el nuevo valor del activo tasado y el valor en libros del mismo- que es registrado en una cuenta de patrimonio denominada «excedente de revaluación»; en la misma línea, la sociedad podría haber

[20] Para mayor detalle sobre la dinámica entre capital y patrimonio, ver: HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. «Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana». En: Tratado de Derecho Mercantil (a publicarse por el Instituto Peruano de Derecho Mercantil).

[21] ELÍAS. Op. cit., p. 112.

[22] A modo de ejemplo, basta citar el inciso 2 del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas Española, que en su parte pertinente señala « . . . sólo podrán repartirse dividendos (. . .) si el valor del patrimonio neto contable no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social».

recibido una prima de capital –monto por encima del valor nominal de la acción que la sociedad puede obtener al momento de una emisión de acciones-, en cuyo caso tal prima se registra como una cuenta de patrimonio denominada «capital adicional», en una subcuenta conocida como «prima suplementaria de capital»; asimismo, una sociedad podría tener reservas, sean legales, estatutarias o voluntarias, que son cuentas patrimoniales que se originarían en utilidades anteriores y que se mantendrían en la sociedad para un fin determinado.

Supongamos, entonces, que el capital de la sociedad es 1,000, que sus pérdidas acumuladas son 1,000 –resultados acumulados negativos-, su excedente de revaluación 500, su capital adicional 600 y sus reservas, entre legal y voluntaria, 400. Esa sociedad ha generado en su último ejercicio una utilidad de 1,000 que desea repartir. Asumamos que ésas son el íntegro de sus cuentas patrimoniales. Si la existencia de pérdidas acumuladas fuera determinante para prohibir el reparto de la utilidad generada, en este caso no podría repartirse la utilidad de 1,000, ya que ella tendría que cubrir la pérdida acumulada de 1,000, por estar frente a un supuesto de pérdida del capital. No compartimos esta posición. Como hemos dicho, lo determinante es ver si el patrimonio neto es inferior al capital. En este caso el patrimonio neto ascendería a 2,500[23] mientras que el capital sería 1,000. El patrimonio neto sería superior al capital, pese a la existencia de pérdidas acumuladas y, por tanto, consideramos que la utilidad generada de 1,000 podría ser repartida, siendo, por ejemplo, el monto de capital adicional y reservas utilizados para cubrir las pérdidas acumuladas.

En consecuencia, no es cierto que toda sociedad con pérdidas acumuladas necesariamente tenga un patrimonio neto inferior a su capital y, por tanto, esté impedida de repartir el íntegro de las utilidades obtenidas en un ejercicio posterior por haberse perdido su capital, como demuestra el ejemplo anterior. Pese a la existencia de pérdidas acumuladas, en el presente caso el capital social tendría un respaldo real y, por ende, no tendría sentido impedir el reparto de las utilidades.

Por otro lado, no toda sociedad sin pérdidas acumuladas tiene un patrimonio neto igual o superior a su capital. Por cierto, una sociedad podría tener una serie de cuentas patrimoniales negativas, distintas de pérdidas acumuladas, que hayan generado que el valor real del capital no tenga respaldo, al ser su patrimonio neto inferior al capital. De este modo, una sociedad podría tener una cuenta patrimonial negativa por desvalorización, como resultado del menor valor de mercado de sus activos en relación con su valor en libros, siendo el monto de esa cuenta el saldo negativo de la diferencia entre el valor en libros de los activos y su inferior valor de mercado; asimismo, una sociedad podría tener una cuenta de patrimonio negativa que exprese el valor de adquisición de acciones de propia emisión, así la cuenta «acciones en tesorería» reflejaría como valor negativo el costo de adquisición incurrido por la sociedad en la compra de acciones emitidas por ella misma[24].

Asumamos que el capital de la sociedad es 1,000, que su cuenta por desvalorización es 700 y el valor de sus acciones de propia emisión es 500. A su vez, esa sociedad ha generado en su último ejercicio una utilidad de 1,000 que desea repartir. Supongamos que ésas son el íntegro de sus cuentas patrimoniales. Si la no existencia de pérdidas acumuladas fuera determinante para permitir el reparto de la utilidad generada, en este caso sí podría repartirse la utilidad de 1,000, ya que no estaríamos frente a un supuesto de pérdida del capital, por no existir pérdidas acumuladas. Discrepamos con tal interpretación. Tal como hemos sostenido, lo determinante es ver si el patrimonio neto es inferior al capital. En este caso el patrimonio neto ascendería a 800[25] mientras que el capital sería 1,000. El patrimonio neto sería inferior

[23] Como hemos descrito, una de las formas de obtener el patrimonio neto de una sociedad es mediante la suma algebraica de sus cuentas patrimoniales, en este caso: 1,000 (capital) + 500 (excedente de revaluación) + 600 (capital adicional) + 400 (reservas) + (-1,000) (pérdidas acumuladas) + 1,000 (utilidades) = 2,500.

[24] Cabe destacar que la opinión sobre el registro de la inversión en acciones de propia emisión como una cuenta patrimonial negativa no es unánime. Si bien la lógica parece clara (las acciones de propia emisión en un escenario de liquidación de la sociedad emisora no son un activo con valor que sirva para pagar pasivos y, por ende, hay que reflejar contablemente tal situación), la LGS no establece nada sobre el particular en su artículo 104, el cual que regula dichas adquisiciones. Asimismo, las normas contables sobre la materia no parecen del todo concordadas (la SIC 16 es clara en su provisión, pero en teoría está precisando a la NIC 32, la cual no se pronuncia sobre el tema). Parece más claro el supuesto de las sociedades que listan acciones en bolsa, dado que el literal b) del artículo 84 de la Ley del Mercado de Valores -cuyo texto único ordenado fue aprobado por Decreto Supremo No. 093-2002-EF-, establece que, dada una adquisición de acciones de propia emisión, la sociedad deberá generar una provisión por el mismo valor.

[25] Según lo comentado, una de las formas de obtener el patrimonio neto de una sociedad es mediante la suma

al capital, pese a la no existencia de pérdidas acumuladas y, por tanto, consideramos que la utilidad generada de 1,000 no podría ser repartida en su integridad.

En resumen, tampoco es cierto que toda sociedad sin pérdidas acumuladas tiene un patrimonio neto igual o superior a su capital y, por ende, está facultada a repartir el íntegro de las utilidades obtenidas en un ejercicio posterior por no haberse perdido su capital, como demuestra el caso precedente. Así, en este ejemplo resultaría claro que, pese a la no existencia de pérdidas acumuladas, el capital no tendría un respaldo real y, siendo ellos así, no debiese permitirse el reparto de las utilidades obtenidas.

Es por todo lo antedicho, que sostenemos que el significado de la frase «perdido una parte de capital» debe equipararse a la siguiente «patrimonio neto no inferior a capital». Ésa debió ser la redacción del segundo párrafo del artículo 40 de la LGS. Empero, y pese a la no clara redacción, la interpretación debe ser la misma: patrimonio neto no inferior al capital. Sostener que el alcance de la frase es sólo no tener pérdidas acumuladas trastocaría la idea esencial de esa provisión, a saber: que vía un beneficio para los socios -el reparto de utilidades- no se vulneren derecho de los acreedores, incrementando u originando el no respaldo real del capital. Asimismo, debiese interpretarse que el patrimonio neto no debe ser inferior, o no debe terminar siendo inferior, al capital como condición previa a un reparto de utilidades o como resultado de una distribución, respectivamente[26].

Por último, dada una situación de patrimonio neto inferior a capital, si se desea repartir utilidades deberá, conforme al mencionado segundo párrafo del artículo 40, reintegrarse o reducirse el capital en la cifra correspondiente. El reintegro implicaría la donación de activos por parte de los accionistas a la sociedad por un valor tal que compense la diferencia entre capital y patrimonio neto –se elevaría el patrimonio neto hasta hacerlo equivalente al capital-. A su vez, la reducción de capital involucraría la disminución de la cifra capital con cargo a pérdidas o a cuentas patrimoniales negativas, con el fin de, saneando las cuentas de la sociedad, se muestre un capital con respaldo; por ende, el capital se reduciría en el monto necesario para lograr su igualdad con el patrimonio neto.

3.2.2. Supuesto del inciso 1 del artículo 230 para el caso de las sociedades anónimas

Para el caso específico de las sociedades anónimas, la LGS en el inciso 1 de su artículo 230[27] ha prescrito como condición para la distribución de dividendos que el patrimonio neto no sea inferior al capital pagado, aclarando cualquier posible discrepancia de interpretación en relación con este tipo societario. Sin embargo, consideramos, en función de lo comentado anteriormente, que ésta es sólo una mejor redacción que la del segundo párrafo del artículo 40 y que no constituye un supuesto distinto – dejando a salvo por el momento la alusión a capital pagado, que comentaremos a continuación-. Es decir, el requisito para todas las sociedades, y no sólo para las sociedades anónimas, es que para repartir utilidades debe cumplirse que el patrimonio neto no sea –o no se convierta en- inferior al capital. Como hemos sostenido, ése debe ser el real sentido del artículo 40 y, por tanto, la regla aplicable a toda sociedad.

No consideramos adecuado el requerimiento del artículo 230 de que la comparación del patrimonio neto se efectúe con el capital pagado y no con el capital suscrito. El capital pagado o es igual al capital suscrito o inferior –en caso que exista una porción suscrita no pagada de capital-, pero nunca será superior. En tal sentido, si todo el capital suscrito fue pagado la precisión deviene en inocua. Si existiese una porción de capital suscrito no pagado –es decir, el capital pagado es inferior al suscrito-, el hecho de establecer una comparación entre patrimonio neto y capital pagado, en lugar de suscrito, flexibilizaría el requisito, dado que el capital pagado sería inferior, podría darse el caso de que pese a que el patrimonio neto sea inferior al capital suscrito, y siendo mayor al capital pagado, la utilidad pueda ser repartida.

Analicemos tal planteamiento. El capital suscrito no pagado tiene su respaldo en el activo cuenta por cobrar a accionistas. Ése activo tiene valor como cualquier otro, por lo

algebraica de sus cuentas patrimoniales, en este caso: 1,000 (capital) + (-700) (desvalorización) + (-500) (acciones en tesorería) + 1,000 (utilidades) = 800.

[26] Para analizar los similares requisitos exigidos por la legislación americana, recomendamos revisar: KLEIN, William A. & John C. COFFE. Op. cit., pp. 215 y sgtes.

[27] Artículo 230.- Dividendos Para la distribución de dividendos se observarán las reglas siguientes:
1. Sólo pueden ser pagados dividendos en razón de utilidades obtenidas o de reservas de libre disposición y siempre que el patrimonio neto no sea inferior al capital pagado.(. . .).

que el respaldo existe, salvo que se crea que dichas cuentas son incobrables con lo que el problema es otro: no debiesen estar en el activo y el capital ser reducido en ese monto. Por otro lado, cuando se calcula el monto de patrimonio neto de una sociedad se está tomando en cuenta siempre su capital suscrito –suma algebraica de cuentas patrimoniales- y todos sus activos, incluyendo la cuenta por cobrar accionistas –activos menos pasivos-. Por lo tanto, habiendo obtenido el monto de patrimonio neto y luego compararlo con el capital pagado, en lugar de con el capital suscrito, para efectos de analizar un posible reparto de utilidades es asumir un doble estándar: computar la cuenta por cobrar accionistas para el cálculo del patrimonio neto y no tenerla en cuenta para efecto del capital. No sólo no tiene sentido tal doble estándar, sino que, además, facilita la posibilidad del reparto de utilidades –al ser la base de cálculo menor- en afectación de posibles derechos de acreedores. Una disposición como la comentada facilita el crear, o ahondar, una situación de no respaldo real del capital vía un reparto de utilidades.

En síntesis, el requisito del inciso 1 del artículo 230 es en esencia el mismo del segundo párrafo del artículo 40 y, por ende, aplicable a toda sociedad: el patrimonio neto no puede ser inferior al capital. Empero, la distinción estaría dada por que en materia de sociedades anónimas esa comparación, para efectos de distribuir utilidades, se haría con el capital pagado y no con el suscrito, criterio que no compartimos, pero que resulta claro del texto de la norma[28].

IV. BENEFICIARIOS DEL REPARTO DE UTILIDADES

Una pregunta fundamental en materia de reparto de utilidades es quiénes son los beneficiarios de tal reparto. La respuesta parece elemental: los beneficiarios serán aquellos sujetos que tengan derecho a las utilidades de la sociedad. En el caso de sociedades anónimas es preciso aclarar que tales sujetos podrían no ser únicamente los accionistas (tenedores de acciones con o sin derecho a voto), sino que también podría involucrar a otros participantes, tales como titulares de acciones de inversión, partes de fundador u otros títulos que otorguen una participación sobre utilidades y que hayan sido emitidos por la sociedad.

Asumiendo por un momento, para facilitar nuestra explicación, que en una determinada sociedad los únicos teóricos beneficiarios sean los accionistas, la pregunta precisa sería qué accionistas, es decir, los que son accionistas en qué momento, tendrían derecho a cobrar la utilidad que se acuerda distribuir. Nótese que esta pregunta es relevante sólo si asumimos transferencias de acciones o variaciones en las participaciones accionarias por aumentos de capital, reducciones, entre otras figuras societarias. Si los accionistas fueran siempre los mismos y en idéntica proporción, no habría problema. Pero como imaginarán tal situación es la menos común en materia de sociedades anónimas. Por otro parte, el tipo societario ha sido diseñado para permitir cambios en los accionistas y en sus proporciones sobre el capital, por lo que una respuesta clara a dicha interrogante, creemos, resulta primordial.

Esta sencilla pregunta y elemental pregunta debiese tener una respuesta también sencilla y elemental en nuestra LGS. Lamentablemente, sucede –al menos a nuestro criterio- que ello no es tan claro, por cuanto no existe una provisión expresa en nuestra LGS que dilucide tal cuestionamiento.

Hay quienes creen que la respuesta se ubica en el inciso 2 del artículo 230[29] de la LGS. A nuestro criterio, tal inciso no responde a la interrogante sobre quiénes serían los accionistas beneficiarios; los que son accionistas en qué momento percibirían la utilidad que se ha acordado distribuir.

En nuestra opinión, ese inciso sólo aclara que los tenedores de acciones suscritas, aunque tengan una porción no pagada pero sin haber incurrido en mora, tienen derecho a la utilidad que se ha acordado repartir. Así, todas las acciones emitidas –suscritas- por una sociedad, con excepción de aquellas en mora, tienen derecho a percibir la utilidad que se ha acordado distribuir, sin importar en qué momento fueron emitidas y cuándo se produjo el aporte respectivo. La redacción del inciso 2 del artículo 230 comentada, zanja la

[28] Con el fin de poner estos tres requisitos legales para el reparto de utilidades en su debido contexto, debemos hacer notar que básicamente van a servir para defender los créditos e intereses de los acreedores ordinarios de la sociedad. Los grandes acreedores de una sociedad siempre estarán en la posición de negociar garantías mayores para el pago de sus créditos, incluyendo restricciones adicionales al reparto de utilidades.

[29] Artículo 230.- Dividendos. Para la distribución de dividendos se observarán las reglas siguientes: (. . .) 2. Todas las acciones de la sociedad, aun cuando no se encuentren totalmente pagadas, tienen el mismo derecho al dividendo, independientemente de la oportunidad en que hayan sido emitidas o pagadas, salvo disposición contraria del estatuto o acuerdo de la junta general; (. . .).

controversia generada a partir de lo normado en el segundo párrafo del artículo 259 de la derogada Ley General de Sociedades, vigente hasta el 31 de diciembre de 1997. Ese artículo prescribía que «La distribución de dividendos a los accionistas se realizará en proporción a las sumas que hayan desembolsado y al tiempo de su integración al capital social». Como apreciarán la redacción no podía ser más confusa. Parecía que la idea era calcular la distribución sobre capital pagado y no sobre el suscrito -aunque no hubiese mora por el dividendo pasivo- y, adicionalmente, obligaba a tener en cuenta el momento de la integración al capital, es decir, de la realización del aporte. ¿Es acaso que había que ver cuándo la utilidad que se pensaba repartir se había originado y combinar eso con quiénes habían aportado al capital a esa fecha? Esa norma derogada generó complicaciones en su aplicación práctica e innecesarios conflictos. El inciso 2 del artículo 230 pone término a tal discusión estableciendo que todas las acciones emitidas –suscritas- por una sociedad, con excepción de aquellas en mora, tienen derecho a percibir la utilidad que se ha acordado distribuir, sin importar en qué momento fueron emitidas y cuándo se produjo el aporte respectivo. Asimismo, el inciso aludido permite que el estatuto o la junta establezcan reglas distintas.

Luego de esta explicación, sostenemos que el citado inciso 2 del artículo 230 no responde –al igual que la norma anterior- a la siguiente pregunta: los que son titulares en qué momento de las acciones emitidas no incursas en mora serán los beneficiarios del reparto de utilidades. Serán los titulares al momento en que se generaron las utilidades que se pretenden distribuir, los titulares en el instante del acuerdo que decide el reparto, los titulares en el tiempo en que paga el dividendo, entre otras opciones.

Es esta respuesta la que no encontramos clara en nuestra LGS. Por una cuestión de sentido común y sobre la base del concepto de derecho de crédito al dividendo, opinamos que los beneficiarios del reparto de utilidades debiesen ser los titulares de acciones emitidas no incursas en mora al momento en que se adopta el acuerdo de distribución de dividendos, con independencia del instante en que se pague el dividendo. Creemos que una vez adoptado el acuerdo de distribución de utilidades, los que son accionistas en ese momento –aquellos registrados en la matrícula de acciones como tales- adquieren la condición de acreedores, en las proporciones correspondientes, respecto del dividendo y, por ende, son los beneficiarios. Téngase presente que esto sería con independencia del momento de pago[30].

Por último, en relación con los beneficiarios del reparto de utilidades, se debe tener en cuenta que para el caso de las sociedades anónimas que listen acciones representativas de capital social o acciones de inversión en una bolsa rigen reglas distintas. En efecto, esas reglas han sido dispuestas por la Resolución CONASEV No. 145-98-EF/94.10[31], que contiene las normas relativas a las fechas de corte, registro y entrega. Así, una sociedad anónima con alguno de esos valores listados en bolsa tendrá la obligación de establecer en el acuerdo de distribución de utilidades cuál será la fecha de registro y cuál la fecha de entrega del beneficio. La fecha de registro es necesariamente una fecha posterior a la del acuerdo de reparto de utilidades y debe ser anunciada al mercado al menos con doce días útiles de anticipación y no producirse más allá de los sesenta días útiles de adoptado el acuerdo societario. Esta fecha de registro determinará a los titulares del beneficio en función de la fecha de corte[32]. A su vez, la fecha de entrega es la fecha a partir de la cual la sociedad pagará el beneficio. Esta fecha de entrega debe ser anunciada con, al menos, cinco días útiles de anticipación y los beneficios deberán ser entregados a más tardar dentro de los veinte días hábiles posteriores a la fecha de registro, pudiendo la sociedad, excepcionalmente, fijar una nueva fecha.

Todas estas disposiciones sobre fechas de corte, registro y entrega, aplicables a sociedades anónimas que listan acciones representativas de capital o acciones de inversión en una bolsa, apuntan a otorgar predictibilidad a los inversionistas, en el entendido que las transacciones sobre valores listados en bolsa son frecuentes, se pretende que tengan información suficiente sobre la conveniencia

[30] En materia de sociedades anónimas encontramos una disposición que toma partido por esta posición, pero para un caso concreto: la distribución de dividendos en el caso de usufructo de acciones. Así, el artículo 107 de la LGS norma que le corresponden « . . . al usufructuario el derecho a los dividendos en dinero o en especie acordados por la sociedad durante el plazo del usufructo . . . «.

[31] La citada resolución fue publicada en el Diario Oficial «El Peruano» el 4 de noviembre de 1998 y fue de aplicación para los acuerdos societarios adoptados a partir del 1 de diciembre del mismo año.

[32] Actualmente, en nuestra práctica bursátil, la fecha de corte y la fecha de registro se rigen por el denominado T+3. Esto quiere decir que la transacción será liquidada y compensada en tres días de rueda de bolsa. La fecha de corte es el último día de negociación para el goce del beneficio y la fecha de registro el día en que quedan anotados los beneficiarios.

de comprar o vender un valor, y a qué precio hacerlo, habiendo sido anunciado el reparto de algún beneficio sobre esos valores.

V. DIVIDENDOS A CUENTA

Los dividendos a cuenta son las utilidades que la sociedad acuerda repartir sobre la base de un balance distinto al anual –es decir, uno diferente al cerrado al 31 de diciembre de un determinado año-. Por lo tanto, las utilidades que la sociedad acuerde repartir teniendo en cuenta un balance parcial –cualquier balance distinto del anual- calificará como una distribución de dividendos a cuenta.

Nuestra LGS permite la distribución de dividendos a cuenta[33]. Así, el comentado artículo 40 regula la distribución de utilidades sobre balances a cierta fecha de corte, en clara alusión a los balances parciales. A su vez, los incisos 3, 4 y 5 del artículo 230[34] de la LGS regulan, de manera específica, la distribución de dividendos a cuenta para el caso de las sociedades anónimas. Consideramos que la distribución de dividendos a cuenta tiene la misma naturaleza de un reparto de utilidades y, por ende, le son aplicables todos los requisitos que hemos reseñado para el caso de dicho reparto, junto con las mismas observaciones aludidas. No obstante, pese a que creemos que la naturaleza del dividendo a cuenta es la del reparto de utilidades, es preciso aclarar que existe una diferencia sustancial: que el dividendo a cuenta es un reparto de utilidades sujeto a la condición de que al final del ejercicio el balance arroje utilidades, al menos, en el monto distribuido como dividendo a cuenta. En caso ello no ocurra, los accionistas beneficiarios deberán devolver el exceso recibido. Debemos diferenciar el dividendo a cuenta de los préstamos que la sociedad puede otorgar a los accionistas. El dividendo a cuenta al tener la naturaleza de reparto de utilidades debe ser acordado por la junta general -o delegada tal facultada en el órgano administrador correspondiente-, debiendo cumplirse con los requisitos propios del reparto de utilidades –existencia de balance, no reparto superior a la utilidad efectivamente obtenida y patrimonio neto superior a capital, o a capital pagado en caso de sociedades anónimas-.

Por su parte, los préstamos que efectúe la sociedad en favor de sus accionistas, al no alterar el patrimonio neto de la sociedad –por suponer un simple cambio de cuentas de activo-, pueden ser adoptados por el órgano social que tenga, por estatuto, tal función. Normalmente, esa facultad corresponderá a los administradores, por lo que dependiendo del caso será el directorio o la gerencia la encargada de aprobar tales préstamos. En estos casos, no será necesario cumplir con los requisitos propios del reparto de utilidades, siendo, evidentemente, el órgano que adoptó el acuerdo responsable por la decisión adoptada.

Adicionalmente, creemos pertinente hacer notar que, pese a la falta de provisión expresa, por ser la naturaleza del dividendo a cuenta la de un reparto de utilidades, del monto a repartirse como dividendo a cuenta debiera detraerse la suma correspondiente a las reservas legales o estatutarias, así como restar una cifra estimada del correspondiente impuesto[35].

Finalmente, somos de la opinión que un tema de tanta trascendencia en materia de sociedades anónimas como el reparto de utilidades aquí comentado, mereciera una revisión a nivel legislativo en la forma expuesta, merituando tanto el interés de los accionistas por el reparto de utilidades como el derecho de los acreedores a que el patrimonio neto de la sociedad sea adecuadamente protegido.

---

[33] Conviene aclarar que la posibilidad de repartir dividendos a cuenta con la anterior Ley General de Sociedades era, al menos, debatible. Así, el artículo 10 del Decreto Legislativo No. 757 - Ley Marco para el crecimiento de la Inversión Privada-, con el fin de poner término a cualquier discusión, estableció expresamente el reparto de dividendos a cuenta como un acuerdo válido, sujeto a las normas sobre reparto de utilidades.

[34] Artículo 230.- Dividendos. Para la distribución de dividendos se observarán las reglas siguientes: (. . .)
3. Es válida la distribución de dividendos a cuenta, salvo para aquellas sociedades para las que existe prohibición legal expresa.
4. Si la junta general acuerda un dividendo a cuenta sin contar con la opinión favorable del directorio, la responsabilidad solidaria por el pago recae exclusivamente sobre los accionistas que votaron a favor del acuerdo; y,
5. Es válida la delegación en el directorio de la facultad de acordar el reparto del dividendo a cuenta.

[35] A modo de ejemplo, el artículo 216 de la Ley de Sociedades Anónimas Española sujeta el reparto de dividendos a cuenta a la existencia de la liquidez suficiente –situación que no se da en la legislación peruana la detracción de los montos de reservas legales o estatutarias y del estimado de impuesto correspondiente.

indesmar

Maritime – Airport – Railroad

Miembro Asociado del Comité Técnico Consultivo (CTPOP) de la Comisión Interamericana de Puertos de la Organización de los Estados Americanos (CIP - OEA)

PERÚ

Av. Ricardo Palma N° 127 Urb. San Joaquín
Bellavista Callao
Telfs: (511) 5610140/4520727 Fax: (511) 4523980
E-mail: egamarra@inconet.net.pe / indesmar@inconet.net.pe
URL: www.inconet.net.pe/indesmar

USA

313 n. Glebe Road
Suite 200a
Arlington, VA 2203
Telfs: (703) 2439555 / 2430091
Fax: (703) 2439559

UNA GUÍA PARA TOMAS DE CONTROL: TEORÍA, EVIDENCIA Y REGULACIÓN*

Roberta Romano**

¿Cuál es la razón del interés para tomar el control de una empresa que aparentemente no funciona en el mercado?, ¿Cuáles son las teorías que posiblemente pueden contestar la pregunta anterior?, ¿Qué tanto hay de cierto en tales teorías?, ¿Por qué las tomas de control son reguladas?, ¿Hasta que punto éstas deben o no ser reguladas?

El presente trabajo busca contestar y explicar las preguntas anteriores tomando como base los resultados mostrados por la evidencia empírica de las adquisiciones en Estados Unidos. No sólo pretende precisar teóricamente o de manera académica tales respuestas sino además aproximarse al correcto tratamiento que merecen las operaciones de tomas de control.

* El presente artículo fue originalmente publicado en Yale Journal of Regulation No. 9, 1992, bajo el título «A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation». La publicación se hace bajo expresa autorización de Yale Journal of Regulation y de Roberta Romano. La traducción fue realizada por Alejandro Manayalle Chirinos, miembro de THEMIS-Revista de Derecho, bajo la supervisión del doctor Alfredo Bullard, LLM Yale LawSchool. Este artículo es propiedad intelectual de Yale Journal of Regulation, y no puede ser distribuido o reproducido en inglés, en cualquier forma o versión. Agradecemos al doctor Juan Luis Hernández Gazzo por habernos cedido el presente artículo para su publicación.

** Professor Allen Duffy / Clase de 1960 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Yale. La autora agradece a Stephen Fraidin, Henry Hansmann, Steven Heston, Saul Levmore, Ronald Masulis, Jeffry Netter, Annette Poulsen, Alan Schwartz, Jeff Strnad, el grupo de estudio de Organización y Administración de la Universidad de Yale y a los participantes del Taller de Estudios de las Facultades de Derecho de la Universidad de Vanderbilt y de la Universidad de Virginia por sus valiosos comentarios. Una versión de este artículo fue presentada en el Simposio sobre Adquisiciones y Transacciones realizado el 31 de Mayo y 1 de Junio de 1991 en Bruselas, Bélgica y será publicada en un texto sobre el Simposio. Ver HOPT, Klaus y Eddy WYMEERSCH (*editors*). «European Takeovers: Law and Practice».

INTRODUCCIÓN

Existe una voluminosa literatura económica que busca explicar la teoría de las tomas de control. Existe también una amplia regulación sobre la materia. El presente artículo relaciona una con otra, y pretende ser una guía para ambas. Repasa la literatura económica para facilitar la evaluación de la eficiencia de la regulación actual. La premisa es que si algunas de las teorías que pretenden explicar las tomas de control son más creíbles que otras, entonces ciertos regímenes regulatorios tienen más sentido que otros. Nos referimos a las teorías en plural porque no tenemos una teoría comprensiva de las tomas de control. Las diferentes teorías hacen bien en explicar varios subconjuntos de adquisiciones, pero ninguna de dichas teorías lo explica satisfactoriamente todo.

La evidencia empírica es muy consistente con la maximización del valor, las explicaciones se sustentan en la eficiencia de las tomas de control. Aún así, la finalidad de la regulación es frustrar las tomas de control, como si éstas fueran un impedimento para maximizar el valor de las transferencias de riqueza. La aguda diferencia entre la comprensión económica de las tomas de control y el rendimiento del proceso político en esta área se da en función de dos factores. Primero, el público es principalmente ignorante e indiferente respecto de las tomas de control[1]. La regulación de éstas es, por consiguiente, una regulación oscura para la mayoría de los electores, y, en consecuencia, los grupos de interés pueden ejercer una significativa influencia en los legisladores que se ocupan de esta área.

Segundo, existen ventajas organizacionales asimétricas entre los grupos de interés más afectados por las tomas de control que favorecen a quienes las adquisiciones potencialmente dañan: los gerentes, sobre aquéllos a quienes las tomas de control benefician: los accionistas. Los gerentes tienen mayor facilidad que los accionistas para dirigir las empresas, los gerentes también tienen más que perder[2]. La ventaja organizacional es importante porque los *lobbies* juegan un papel importante en la influencia que se puede ejercer sobre los legisladores[3], y la intuición es a menudo desigual en el aprendizaje económico[4]. Bajo tales circunstancias, los legisladores probablemente serán mal informados acerca de los probables efectos de las tomas de control -su información es incompleta y distorsionada- y estarán predispuestos a regularlas.

---

[1] ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion». U. CIN. L. REV. No. 57. pp. 457, 491. 1988.

[2] Los gerentes ya actúan recíprocamente a través de las relaciones y asociaciones de comercio. Mientras los inversionistas de la sociedad pueden organizar, sus asociaciones probablemente son menos auto-suficientes que cuando ellos puedan proporcionar información menos privada o beneficios a los miembros de una organización de comercio. Ibid. pp. 468-469. Ver OLSON, Mancur. «The Logic of Collective Action» pp. 144-147. 1971. Esta asimetría se exacerba al nivel estatal porque los gerentes de la empresa adquirida residen en el estado legislado y están políticamente bien conectados mientras sus accionistas están dispersos por muchos estados y así no participan en el distrito electoral con el derecho de voto. Finalmente, los individuos están probablemente más comprometidos con su comunidad para evitar un mal público que para obtener a bien público. HARDIN, Russell. «Collective Action» pp. 82-83. 1982. Esta tendencia favorece a los gerentes, quienes están buscando evitar perder su trabajo, asimismo, esta tendencia está en contra de los accionistas, quienes obtienen un precio accionario superior. Además, Roe argumenta que la regulación federal de la industria de servicios financieros debe entenderse como un esfuerzo para eliminar la supervisión y el monitoreo de los gerentes corporativos previniendo la concentración de la propiedad de la empresa en los accionistas más capaces, instituciones financieras. ROE, Mark J. «A Political Theory of American Corporate Finance» COLUM. L. REV. No. 91 p. 10. 1991.

[3] MUIR, Willlam K. «Legislature: California's School for Politics» 1982.

[4] ROMANO, Roberta. Op. cit. pp. 475-497.

Este artículo busca aliviar el problema informativo para los legisladores y los políticos, así como proporcionar un análisis no técnico y sintético desde el punto de vista académico sobre las tomas de control y su regulación[5].

La calma actual en la actividad de las adquisiciones hace de éste un tiempo ideal para efectuar una evaluación retrospectiva, después de haber vivido un clima frenético, aturdidos a menudo y tomando un respiro del paso de los grandes acuerdos producidos en los años ochenta. El esfuerzo también debe poner a prueba la utilidad de evaluar la regulación de las tomas de control en otros países, como por ejemplo el sistema propuesto por la Comunidad Económica Europea (CEE). Sin embargo, porque los mercados y los arreglos institucionales difieren sustancialmente entre los Estados Unidos y Europa, las lecciones sobre la experiencia americana deben describirse con cuidado[6].

La estructura del artículo es la siguiente: en la primera parte, clasificamos y repasamos las numerosas explicaciones que se han propuesto para la regulación de las tomas de control y para las transacciones relacionadas a éstas, junto con la investigación empírica que muestra la efectividad o el poder de tales explicaciones.

En la segunda parte, consideramos las implicaciones de la literatura económica de la actualmente desordenada regulación de tomas de control. Concluimos que una lectura informada de la literatura sugerida por el aparato regulador es injustificada.

I. LAS TEORÍAS QUE EXPLICAN LAS TOMAS DE CONTROL Y OTRAS TRANSACCIONES RELACIONADAS

Un importante e indiscutible dato sobre las transacciones de adquisición debe notarse desde fuera: las adquisiciones generan ganancias sustanciales a los accionistas de las empresas que se venden. Todos los estudios encuentran que las empresas que van a ser vendidas estadísticamente experimentan una acogida muy positiva con respecto al precio de sus acciones cuando se anuncia una oferta que implica la toma de control o un acuerdo de fusión[7].

En promedio, el precio de mercado aumenta en un 20% durante la etapa del pre-anuncio de la fusión y en un 30% durante el período de oferta en el anuncio de la toma de control[8]. Un retorno anormal en las transacciones en las cuales los propios administradores son quienes compran la empresa financiándose con activos de la misma (*Leverage Buyouts* - LBO) tienen una magnitud similar, los estudios demuestran un incremento entre 20% y 37%[9]. Incuestionablemente, el anuncio de una oferta es una buena noticia para los accionistas de la empresa objeto. Las diferentes explicaciones de las adquisiciones que serán examinadas representan un esfuerzo para explicar la fuente de estas ganancias.

La información es más ambigua, sin embargo, cuando involucra el retorno de las empresas adquiridas. Dependiendo de la muestra y del lapso de tiempo, los adquirentes experimentan

---

[5] Los mismos argumentos en un artículo pasado se pueden ver en COFFEE, John C. «Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment or the Tender Offer's Role in Corporate Governance». COLUM. L. REV. No. 84. p. 1145. 1984.

[6] Wright, Robbie y Thompson argumentan que los mercados financieros («los mercados de la compra») son menos desarrollados en algunas partes de Europa comparándolos a los mercados de Estados Unidos. Estas deficiencias hacen que las transacciones de compra financiada de los administradores u otros inversionistas no se configuren como una respuesta competitiva a las adquisiciones en esos países. WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken y Steve THOMPSON. «Corporate Restructuring, Buy-Outs, and Managerial Equity: The European Dimension». J. Applied Corp .Fin. No. 3. 1991. pp. 47-48. Ellos también anotan que las compras en Europa involucran corporaciones que se dominan por familia o son sociedades cerradas, al contrario de la mayoría de las empresas americanas. Esto significa que las adquisiciones hostiles serán un dispositivo frecuentemente menos empleado para los cambios de mando que las adquisiciones amistosas. Además, en Estados Unidos, la propiedad de las instituciones financieras de capital en las compañías industriales se restringe, lo cual hace de las adquisiciones más importantes un mecanismo para disciplinar la gerencia en los Estados Unidos. Ello no ocurre en países como Alemania donde no hay tal restricción. Ibid. pp. 50-52.

[7] La mayoría de los estudios que se han referido a lo largo de este artículo son «estudios de eventos» los cuales usan técnicas estadísticas normales para probar si el retorno de los ingresos de las acciones de las empresas en el momento de un «evento», como por ejemplo, el anuncio de una oferta, son significativamente diferentes de sus retornos esperados. La diferencia se refiere a un promedio residual o a un retorno anormal. Estadísticamente el retorno anormal resultante representa la valoración del mercado de ese evento (su impacto en la riqueza del accionista). Para una revisión de la metodología ver BROWN, Stephen J. y Jerold B. WARNER. «Using Daily Stock Returns». J. FIN. ECON. No. 14 p. 3 (1985).

[8] JARRELL, Gregg A., BRICKLEY, James A. y Jeffry M. NETTER. «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980 " J. ECON. PERSP No. 2. p. 49. 1988; JENSEN, Michael C. y Richard S. RUBACK. «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence». J. FIN. ECON No. 11. p. 5. 1983.

[9] KAPLAN, Steven N. «Sources of Value in Management Buyouts» En: Leveraged management buyouts: causes and consequences No. 95 (Yakov Amihud editor. 1989); LEHN, Kenneth y Annette POULSEN. «Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions». J. FIN. No. 44. p. 771. 1989; MARAIS, Laurentius; SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. «Wealth Effects of Going Private for Senior Securities». J. FIN. ECON. No. 23. p.155. 1989.

un retorno positivo, negativo o cero en el anuncio de una oferta y en la realización de la misma. Desde la perspectiva del adquirente, hay dos clases de explicaciones o motivaciones para realizar una toma de control: maximizar el valor o no maximizar el valor. Las explicaciones de maximización del valor consideran a la toma de control como una oportunidad que promete aumentar el precio de las acciones del capital de la empresa adquirida. Las explicaciones de no maximización del valor consideran las tomas de control en términos diametralmente opuestos, como transacciones que aumentan al máximo la utilidad de los gerentes en lugar de aumentar la riqueza del accionista.

Estas dos explicaciones predicen diferentes reacciones respecto al precio de las acciones, dichas reacciones pueden ser positivas y negativas, respectivamente. Las explicaciones de maximización del valor pueden subdividirse en eficiencia, expropiación (transferencias de riqueza), y explicaciones de ineficiencia del mercado. Esta división es fundamental para el análisis político, pero no tiene un mayor impacto en el retorno esperado por el adquirente en la transacción. Será positivo en cada caso.

Cada explicación de no maximización del valor puede caracterizarse como una distinta historia de expropiación en la que se transfiere la riqueza de los accionistas de la empresa adquirida a la empresa adquirente (así como a los gerentes). Así, estas transacciones tendrán un efecto negativo en el precio de las acciones. Para ver de antemano el esquema de la clasificación, remitirse al Cuadro No. 1.

Sin embargo, teóricamente existen razones creíbles para no encontrar un retorno positivo anormal de los postores cuando las adquisiciones maximizan el valor. Primero, las empresas adquirentes son típicamente mucho más grandes que las empresas adquiridas, ello hace más difícil medir los ingresos anormales[10]. Segundo, una oferta puede revelar información no relacionada a la adquisición sobre la empresa, confundiendo el efecto del precio de las acciones[11]. Tercero, si el mercado es competitivo en la realización de la toma de control, entonces los postores ganarán sólo rendimientos normales, cuando en realidad compiten por ganancias anormales. Finalmente, por adquirir empresas que tienen un programa activo de fusiones y adquisiciones, se puede haber previsto la ganancia de una adquisición específica en el precio de la acción del postor en el momento que se anunció el programa de las fusiones y de las adquisiciones[12].

A pesar de estas sutilezas interpretativas acerca de las reacciones por el precio de adquisición de las acciones de una empresa, uno puede deducir algunas generalidades de la información. El movimiento del precio para los adquirentes es pequeño en condiciones de porcentaje y significativamente menor que el de las empresas objeto. Además, el retorno de los adquirentes tiende a decrecer en el tiempo y, en

---

[10] Donde la adquirida es un fragmento muy pequeño del valor del postor, es improbable que la adquisición tenga impacto alguno mensurable en el precio de la acción del postor. Asquith, Bruner y Mullins encuentran los ingresos anormales positivos significativamente mayores para los adquirientes de empresas más grandes y Jarrell y Poulsen han encontrado que los adquirentes aumentan significativamente sus retornos anormales como los aumentos designados proporcionalmente con el tamaño del adquirente. ASQUITH, Paul; BRUNER, Robert F. y David W. MULLINS. «The Gains to Bidding Firms from Merger». J. FIN. ECON. No. 11. p. 121. 1983; JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. «The Rectums to Acquiring Finns in Tender Offers: Evidence from Three Decades». FJN. MGMT. No. 18. p 12. 1989.

[11] La información no relacionada al postor podría cortar ambas vías: una oferta puede señalar que la empresa ha cumplido las expectativas con los movimientos de tesorería bastante altos suficientes para hacer buenos negocios («buenas noticias»), o ésta puede señalar que los gerentes se van por usar el dinero en efectivo para adquirir una empresa resistiéndose a que ellos puedan pagar una alta cantidad («las malas noticias»). Los estudios encuentran que el retorno de los postores varía significativamente con la *consideration* que el postor usa para la adquisición se ha interpretado como la evidencia de un efecto de la señalización. Cuando los postores usan acciones en lugar de dinero en efectivo, los investigadores encuentran un efecto negativo en el precio; la interpretación es que cuando un postor piensa que su acción es sobrevaluada, usa la acción en lugar de cobrar por la adquisición y el mercado, entendiendo la señal, reacciona de acuerdo con ella. Vea MYERS, Stewart C. y Nicholas S. MYERS. «Corporal.: Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have» J. FIN. ECON. No. 13. p. 187. 1984; TRAVLOS, Nickolaos. «Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Finns' Stock Rectums». J. FIN. No. 42.p. 943. 1987.

[12] ROMANO, Roberta. «Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle» J.L.. ECON. & ORG. No. 1. p. 225. 1985; SCHIPPER, Katherine y Rex THOMPSON. «Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms». J. FIN. ECON. No. 11. p. 85. 1983.

los años ochenta, puede haber sido negativo[13]. Es más, incluso cuando los adquirentes obtienen retornos negativos o cuando sus pérdidas son agregadas con las ganancias de la empresa adquirida, las adquisiciones todavía tejen una malla que puede posibilitar un retorno anormal positivo[14]. Así, porque la división de la ganancia se sesga hacia las empresas objeto, las adquisiciones que parecen ser de no maximización del valor, para los postores pueden ser socialmente beneficiosas (es decir, aumentan su riqueza)[15].

Los estudios sobre el rendimiento de las empresas objeto después de realizada la adquisición también nos dan una idea acerca de si las adquisiciones maximizan o no el valor de las transacciones. Aquí, los datos del precio de las acciones son los indicadores menos fiables para tal efecto, mientras se incrementa el precio examinado, los cambios no pueden ser atribuidos al evento en cuestión (la toma de control) porque éste se confundirá con otros eventos[16]. La mayoría de estos estudios usa la información contable para determinar los cambios a largo plazo en la actuación de la empresa. Como sucede con los estudios de los efectos del anuncio en los adquirentes, los resultados de actuación *ex-post* son también mixtos. Mientras más pronto es, los estudios no encuentran ninguna mejora en las empresas unidas, el más reciente hallazgo de los estudios señala que el rendimiento de la empresa mejora después de la fusión[17].

Una dificultad para evaluar el rendimiento de la empresa *ex-post* fusión está en efectuar una comparación apropiada que trae consigo construir una referencia contrafáctica –el rendimiento en el mercado que las dos empresas habrían tenido si es que éstas no se hubieran unido. En un importante trabajo, Jarrell compara el rendimiento *ex-post* fusión con la etapa previa a la fusión[18]. Encuentra que cinco años después de ésta, las empresas unidas se desempeñan significativamente mejor que su referente (9%), aunque en uno o dos años inmediatamente después de la fusión el rendimiento de la empresa era peor que su referente.

El mercado de capitales se anticipa a la actuación a largo plazo también con precisión: usando el análisis de la regresión, Jarrell encuentra que los efectos del precio anormal de las acciones sobre el anuncio de una oferta son significativamente positivos en relación a la rentabilidad posterior de la empresa fusionada. Esta información indica que las adquisiciones, de hecho, maximizan el valor con un rendimiento a largo plazo de las empresas fusionadas. Esto también

---

[13] Bradley, Desai y Kim encuentran que los retornos anormales fueron significativamente negativos a los postores en los años ochenta en tanto que Jarrell y Poulsen encuentran que los retornos de los postores son insignificantemente negativos durante los mismos años. BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM, «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders or Target and Acquiring Firms». J. FIN. ECON. No. 21. p. 3. 1988; JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. Op. cit. Ambos estudios encontraron que los retornos de los postores en los años sesenta y setenta eran significativamente positivos. Además. Morck, Shleifer y Vishny encuentran que los retornos de los adquirientes en los años ochenta son negativos (como opuesto a las adquisiciones de los años ochenta de las empresas en los giros del negocio relacionados, y como opuesto a diversificar las adquisiciones en los años sesenta). MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?» J. FIN. No. 45. p. 31. 1990. Estos estudios pueden, sin embargo, subvalorar los ingresos del postor cuando excluyen a los postores de empresas privadas cerradas (es decir, las empresas de la *leveraged-buyout*), de las cuales las transacciones a lo largo de los años setenta y por lo menos en los tempranos ochenta eran sumamente aprovechables.

[14] BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit. KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. «The success of acquisitions: evidence from divestitures» (National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3484. 1990).

[15] Ellos no serían beneficios sociales si el aumento en la riqueza es debido a un traslado de riqueza en lugar de una ganancia por eficiencia.

[16] Para una discusión extensa de los problemas de usar la información de las acciones *ex-post*, vea MAGENHEIM, Ellen y Dennis MUELLER. «Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off After an Acquisition'?» En Knights, Raiders and Targets: the impact of the hostile takeover 111" (John C. Coffee y otros, editores.1988).

[17] HERMAN, Edward S. y Louis LOWENSTEIN. «The Efficiency Effects of Hostile Takeovers». En Knights, Raiders and Targets: the impact of the hostile takeover 111" (John C. Coffee y otros, editores.1988) p. 211. RAVENSCRAFT, D. y F. SCHERER. «Mergers. Selloffs And Economic Efficiency». 1987 con HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. «Does Corporate Performance Improve After Mergers?» 1990 (manuscrito inédito de la biblioteca de la autora) y JARRELL, Sherry L. «Do Takeovers Generate Value? Evidence on the Capital Market's Ability to Assess Takeovers». 1991 (manuscrito inédito de la biblioteca de la autora).

[18] Ibidem. La medida de la actuación es la razón del rendimiento líquido. Las previsiones de la actuación fueron hechas antes de cualquier información que haga conocida una oferta. Jarrell construye una carpeta del mando de empresas, emparejada por el tamaño e industria, la cual no hizo comprometer en una fusión, y un test que prueba la diferencia entre las empresas fusionadas y el mando de las mismas y diferencia entre las previsiones de la actuación y la actuación real.

sugiere que los resultados negativos de estudios más tempranos sean, con toda la probabilidad, el producto del fracaso para usar un término apropiado[19].

A. Las explicaciones de eficiencia de la maximización del valor

Hay dos explicaciones sobre la eficiencia de las tomas de control: lograr ganancias por la sinergia y reducir los costos de agencia.

1. Las ganancias por la sinergia

Una explicación de eficiencia por la maximización del valor de las tomas de control se logra en la ganancia que se produce por la sinergia: el valor de una empresa combinada es mayor que el valor de las dos empresas por separado (adquirida y adquirente). Los valores aumentados pueden generarse por la eficiencia real de operación de ambas empresas, o puede ser debido a las sinergias financieras.

a. Eficiencia en la operación

Los ejemplos de ganancias por la sinergia de las operaciones empresariales son las economías de escala (el costo fijo se extiende sobre un volumen más grande de producción), y las economías de alcance (se combinan recursos complementarios, como una fusión entre una empresa con un único producto y otra con una red de distribución que se encargará de comercializarlo).

Otra sinergia potencial en la operación involucra a las habilidades gerenciales. Los gerentes de la empresa adquirente pueden ser buenos en su administración, pero pueden tener un exceso de capacidad instalada (ellos pueden manejar eficientemente más recursos de los que posee su empresa). La empresa puede usar este exceso de capacidad adquiriendo una empresa en la que los recursos directivos sean escasos, y la combinación producirá una ganancia por la sinergia[20]. Esta historia toma a las habilidades gerenciales como indivisibles, como producto de un equipo, yendo más allá, ese equipo de dirección no está disponible para ser adquirido por un contrato. La tesis de los buenos gerentes debe desarrollar el conocimiento específico de una empresa, y bajo un arreglo contractual, el capital representado por los gerentes debe destinarse a la empresa objeto.

En concordancia con ello, para asegurar que el equipo de dirección reciba un pago similar a la renta que produce, su compensación se toma a través de «la propiedad» de la dirección de la empresa adquirida (adquiriendo la empresa objeto)[21].

La explicación de la sinergia implica que: (1) el retorno de los postores y de los adquiridos será correlativamente positivo cuando la sinergia previene una competencia de posturas que podría reducir la correlación de los retornos a cero porque las empresas fusionadas son individualmente valiosas[22]; (2) las adquisiciones serán más valiosas cuando hay empresas de diferente tamaño como en las economías de escala; y (3) las adquisiciones serán más valiosas cuando están presentes tanto las economías de alcance como las economías de escala.

Hay evidencia que apoya estas predicciones. Weston, Chung, y Hoag encontraron que la correlación entre la oferta y el stock objetivo resulta en el puro conglomerado fusiones de extensión de producto que probablemente producirán economías de alcance y combinarán habilidades gerenciales o recursos complementarios, así como una sinergia financiera, ello es significativamente positivo[23]. Hawawini y Swary encontraron que entre los postores, los pequeños bancos tenían retornos

[19] Ibidem p. 39. HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit. también construyen un rendimiento del referente antes de la fusión para medir el rendimiento después de la fusión y encontrar que la rentabilidad aumenta. Además, ambos hacen ajustes para los cambios del *accounting method* y *acquisition financing*. Los estudios que encuentran perjuicios en la rentabilidad no hacen mayores ajustes y sus resultados son menos fiables.

[20] WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. «Mergers, Restructuring And Corporate Control» pp. 93-94, 191-92. 1990.

[21] Una cuasi renta es el exceso de un recurso sobre su mejor uso aquí, los gerentes merecen ir a una empresa particular que a otros empleos. La diferencia entre el diferencial de la habilidad administrativa de las fusiones y el reemplazo de la administración ineficiente puede verse en Parte I.A.2.a., y es que la administración de la empresa adquirente en la explicación de la sinergia busca complementar la dirección de la adquirida mientras obtiene experiencia en el giro del negocio. Así se explican por ejemplo, las fusiones horizontales, mientras que la explicación de la administración ineficiente es aplicable a cualquier adquisición. Ibid. pp. 192-193.

[22] Ibid. p. 266.

[23] Ibid. pp. 267-268. Ver discusión sobre sinergia financiera en la Parte I.A.1.b.

anormales superiores a los de los bancos grandes, y que la adquisición de un banco más pequeño genera el más alto de los retornos anormales para el postor[24].

Finalmente, las adquisiciones de empresas de negocios vinculados donde ganar economías de escala y de alcance es más probable, son aprovechables: las adquisiciones de empresas de negocios no vinculados en los ochentas registraron más bajos retornos producidos que las adquisiciones de las empresas con negocios vinculados[25]; y una parte significativa de las ganancias de las tomas de control hostiles se debe a la reasignación de recursos designados a los adquirentes vinculados[26].

b. Sinergia financiera

Una explicación histórica de la popular actividad de la fusión que cae en la categoría de la sinergia financiera fue la disponibilidad de ciertos métodos de contabilidad para explicar las adquisiciones. Porque el *pooling method of accounting* reporta mayores utilidades para la entidad fusionada que el *purchase method* (la parte de la prima atribuible a los intangibles – buena fe contractual, prestigio de la empresa, etc.- no está reconocida, y por lo tanto, tampoco amortizada), se pensaba que su uso aumentaba el valor de una transacción. La disponibilidad del *pooling method*, por lo tanto, fue vista como un motivo para que se lleven a cabo muchas fusiones. La creencia en el poder de esta explicación conduce a restricciones en el uso del *pooling method* bajo las opiniones de las Juntas de Principios de Contabilidad número 16 y número 17[27].

La sinergia financiera basada en la contabilidad es, sin embargo, un ejemplo adulterado de sinergia porque la opción de método de contabilidad no tiene impacto en el flujo de caja de la empresa fusionada. En consecuencia, podrían explicarse las fusiones sólo si el mercado fuera manipulado por las convenciones contables. Sin embargo, los estudios muestran que el mercado ve las ganancias económicas de las empresas a través de las convenciones contables[28]. Además, las Opiniones número 16 y número 17 no tenían un mayor impacto en los adquirentes de las acciones[29]. Estos datos demuestran concluyentemente que la sinergia financiera basada en la contabilidad no motiva las tomas de control.

Una explicación más creíble de las fusiones que involucra la sinergia financiera es que las fusiones reducen el costo del capital. Tres distintas teorías de las finanzas están implicadas: (1) el riesgo de insolvencia se reduce si los flujos de caja de las empresas no son puestos en correlación; (2) estabiliza el flujo de ingresos de las empresas fusionadas asegurando y mejorando el uso de escudos contra tributos estatales; y (3) hay un costo diferencial entre los fondos internos y externos. Para propósitos expositivos, la discusión del primero se desarrollará en la parte I.D.1., las explicaciones de diversificación de las tomas de control, y del segundo, en la parte I.B.1., las explicaciones de las tomas de control basadas en los impuestos.

Los costos del capital son superiores cuando los fondos son aumentados externamente -los costos de transacción y de lanzamiento de la empresa al mercado se reducen si se tiene al *spread* como un problema más grande, y se eliminan si el dinero en efectivo de la empresa fusionada es ahora suficiente para producir todo el dinero en efectivo necesario internamente[30]. Una adquisición es, por consiguiente, una vía para el desarrollo eficiente

[24] HAWAWINI, Gabriel A. y SWARY, Itzhak. «Mergers And Acquisitions In The U.S. Banking Industry: Evidence From The Capital Markets» pp. 130-35. 1990. Se ha encontrado que bancos pequeños tienen una alta experiencia en el retorno anormal que los bancos más grandes, sin embargo, ello puede resultar de un fenómeno puramente técnico: los retornos anormales son más visibles en la empresas pequeñas probablemente porque cualquier ganancia obtenida representará un valor más grande que el valor de la empresa.

[25] MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.

[26] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization». En Brookings Papers Economic Activity: Microeconomics. pp.1,55. 1990 (Martin N. Bailey y Clifford Winston editores. 1990)

[27] GILSON, Ronald. «The law and finance of corporate acquisitions». p. 267. 1986.

[28] HONG, Hai; KAPLAN, Robert S. y Gershon MANDELKER. «Pooling vs. Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices» 53 ACCT. REV. 31. 1978.

[29] SCHIPPER, Katherine y Rex THOMPSON. The Impact or Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. 21 J. ACCT .RESEARCH 184 (1983). Un verdadero efecto potencial de las opiniones número 16 y número 17 es hacer los convenios de deuda más obligatorios donde los acuerdos de préstamo dependen de los números contables para la renta divulgada. Leftwich encuentra cierta evidencia de un efecto (las vueltas anormales negativas se relacionan perceptiblemente con el grado de apalancamiento de la deuda privada). Richard LEFTWICH. «Evidence on the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements», 3 J. ACCT. &. ECON. 3. 1981, pero Schipper y Thompson, no encuentran ningún efecto, o ninguna variación significativa. Por supuesto, un efecto del contrato de deuda no proporciona evidencia alguna en la importancia del tema, si las adquisiciones motivadas escoge cualquiera de los dos métodos.

[30] WESTON y otros, supra notas 20, 97-98, 197.

de las empresas de crecimiento bajo o alto. Los cambios orgánicos en los años sesenta capacitaron a los gerentes corporativos activos para asignar de manera eficiente fondos internos a las divisiones más necesitadas, y la eficacia de este nuevo formulario orgánico estaba lógicamente extendida a través de adquisiciones para crear una gran empresa[31].

Existe una explicación adicional, hay aspectos tributarios vinculados a las sinergias del costo de capital, por éstos, las empresas tienen un incentivo para usar sus ganancias retenidas que no están sujetas a impuestos sobre sus dividendos para financiar proyectos cuyos ingresos son más bajos que los costos marginales de capital financiado externamente[32]. Una fusión entre una empresa internamente financiada y una externamente financiada puede remitir gastos improductivos anteriores a proyectos de retorno superiores de los que la última empresa estaba financiando externamente[33].

Alguna evidencia empírica es consistente con esta explicación. Markham encontró que después de las adquisiciones de conglomerados, la erogación de capital planeado se cambió a la oficina principal de la sociedad, pero otras funciones gerenciales no corrieron la misma suerte[34]. Nielsen y Melicher encontraron que las primas superiores son pagadas cuando la proporción del flujo de caja de la empresa adquirente es superior que el de la empresa objeto y Weston, Chung y Hoag interpretan esto como la evidencia de desplazar el capital para adquirir empresas[35].

Ellos también consideran que Markham ha encontrado grandes aumentos en los desembolsos del capital después de las adquisiciones como consecuencia de la sinergia financiera porque implica que los adquirentes mejoraron su inversión con la toma de control de la empresa objeto[36].

2. Reducción de costos de agencia

La reducción en los costos de agencia es otra explicación de eficiencia para las tomas de control. La ley corporativa se preocupa por el problema del principal-agente, por la alineación de los incentivos de los gerentes con los intereses de los accionistas. Una toma de control es, en este contexto, un remedio especial cuando otros dispositivos del gobierno corporativo que supervisan la actuación, como la junta directiva, fallan en el incentivo de una alineación eficiente[37].

a. El reemplazo de una dirección ineficiente

La más importante explicación de los costos de agencia en las tomas de control es que éstas reducen la «flojera» administrativa reemplazando a los gerentes ineficientes. Manne tuvo esta visión en un artículo clásico de hace veinte años, y es ésta una de las visiones centrales en la doctrina del Derecho Corporativo[38]. Manne sostuvo que las tomas de control son en el mercado un mecanismo importante de mando corporativo destinado a disciplinar a los gerentes porque –a diferencia de las fusiones por absorción las mismas que requieren la aprobación del consejo de administración de la empresa absorbida- la toma de control «se salta» la administración de la empresa objeto y trata directamente con sus accionistas para la aprobación. Las tomas de control mantienen el capital de la empresa competidora en el mercado y reprimen a los gerentes para trabajar a favor de los intereses de los accionistas.

Varios estudios apoyan esta explicación. Por ejemplo, las empresas objeto ganan bajas

---

[31] WILLIAMSON, Oliver E. «The Modern Corporation: Origins. Evolution, Attributes, 19 1». Econ. Lit. 1537. 1981.

[32] MASULIS, Ronald y Brett TRUEMAN. «Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation» 23 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 369. 1988. Aunque las ganancias sobre el capital han sido utilizadas en la misma proporción que la renta ordinaria desde 1986, difieren hasta que se vende la acción y la imposición fiscal sigue siendo más baja para esta fuente o renta de inversión.

[33] Ibid. pp. 381-382. Esta explicación es consistente con la tesis de Jensen sobre el *«free cash flow»* como aplicación a las adquisiciones.. Vea parte I de la discusión infra. D. 3.

[34] MARKHAM, Jesse W. «Conglomerate enterprises and public policy». 1973. Considero esta evidencia financiera más bien que de sinergia operativa (de la capacidad directiva diferenciada) porque la última fuente del aumento implica que todas las funciones directivas serían transferidas.

[35] NIELSEN James F. y Ronald W. MELICHER. «A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums», 8 J. Fin. & Quantitative Analysis 139 (1973). Discutido en WESTON et al., supra nota 20. p. 197.

[36] WESTON y otros, supra nota 20. p. 197.

[37] Por ejemplo Morck, Shleifer y Vishny encontraron que la máxima dirección es más probable a volverse sobre las acciones cuando la actuación de la empresa es pobre en relación a la industria. pero no cuando el mercado de la empresa se está empobreciendo. MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Alterative Mechanisms for Corporate Control», AM. ECON . REV. No. 79. p. 842.(1989). En su última investigación ellos encontraron que la máxima dirección cambia a través de adquisiciones hostiles.

[38] MANNE, Henry O. «Mergers and the Market for Corporate Control». J. POL. ECON. No. 73. p. 110. 1965.

tasas de rentabilidad en el retorno antes de la fusión y las empresas adquirentes están sobre un buen promedio de rentabilidad[39]. Morck, Shleifer y Vishny encuentran que las empresas adquiridas en tomas de control hostiles en las que los gerentes probablemente serán reemplazados, son de rendimiento ineficiente, medidas por el *ratio* q de Tobin y comparadas a las empresas adquiridas en tomas de control amistosas[40]. Es más, las empresas adquiridas tienen, en término medio, bajos *ratios* q, y las ganancias por las tomas de control aumentan cuando los postores con altos *ratios* q adquieren las empresas con bajos *ratios* q[41]. Finalmente, Mitchell y Lehn encuentran que los malos postores logran buenos objetivos: las empresas que experimentan un retorno anormal negativo serán adquiridas probablemente más rápido que las empresas en las que esto no sucede[42]. Todos estos estudios indican que las tomas de control disciplinan la dirección de la empresa, porque éstas se despliegan sobre empresas ineficientes.

Además, el rendimiento de la dirección es siempre muy superior después de una adquisición que cuando no hay ningún cambio en el mando o cuando las empresas se comprometen en una fusión amistosa[43]. Aún más importante, Martin y McConnell encontraron que las empresas objeto cuyos gerentes fueron reemplazados ganaron retornos anormales positivos antes de la toma de control, como medida contra la industria, mientras las empresas adquiridas cuyos gerentes fueron retenidos ganaron retornos anormales negativos[44]. Por supuesto, el rendimiento necesariamente no indica que los gerentes que fueron removidos son de menor calidad que sus reemplazos. Pero si nosotros no observáramos un buen rendimiento después de producida la toma de control, y si tal producción fuera no relacionada al rendimiento de la empresa adquirida, entonces la explicación de la dirección ineficiente estaría en un serio riesgo.

Finalmente, existe evidencia de que después de las fusiones, el flujo de caja de las empresas mejora como resultado del incremento de la productividad del recurso[45]. Porque las mejoras del flujo de caja no difieren de lo relacionado o no relacionado a la adquisición de la empresa, las ganancias no parecen venir de la realización de las sinergias operativas. Este hallazgo sugiere que los adquirentes pueden manejar mejor los recursos de la empresa objeto. En consecuencia, consideramos que es consistente con la explicación de la gerencia ineficiente de las tomas de control.

La explicación de la gerencia ineficiente no puede, sin embargo, explicar toda la transacción. Por ejemplo, no puede explicar las adquisiciones en las cuales el adquirente retiene la dirección de apoyo, un modelo que ha sido muy común en las grandes adquisiciones por los conglomerados empresariales[46]. En particular, no puede explicar los *Management Buyouts* (MBOs) o los LBO –cuando son los administradores quienes adquieren la empresa- porque en estas transacciones la alta dirección es parte del grupo adquirente y se mantiene en su trabajo. Sin embargo, existen a menudo,

---

[39] ASQUITH, Paul. «Merger Bids. Uncertainty and Shareholder Returns». J. FIN. ECON. No. 11. p. 51. 1983; ELLERT, James C. «Mergers, Antitrust Law Enforcement, and Stockholder Returns». J. FIN. No. 35. p. 715. 1976.

[40] MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Characteristics or Targets of Hostile and Friendly Takeovers». En Corporate Takeovers: Causes And Consequences 101 (Alan J. Auerbach editor 1988) El q *ratio* de Tobin es la proporción del valor de mercado de la empresa para reemplazar el costo de sus recursos físicos. Mide los recursos intangibles de la empresa–futuro de oportunidades de crecimiento, calificación en la administración, buena voluntad. Como Servaes señala: «la q *ratio* de Tobin mide una valoración de la empresa en el mercado de sus recursos en el lugar y... las futuras oportunidades de inversión como medida de una administración eficiente». SERVAES, Henri. «Tobin's Q. Agency Costs and Corporate Control 1». 1989 (artículo inédito archivado en la biblioteca de la autora). Bajo ratio q (q < 1) indica un ineficiente desempeño.

[41] LANG, Harry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. «Managerial Performance, Tobin's q and the Gains from Successful Tender Offers», J. FIN. ECON. No. 24. p. 137. 1989; SERVAES, Henri. «Tobin's Q and the Gains from Takeovers», J. FIN. No. 46. p. 409. 1991.

[42] MITCHELL, Mark L. y Kenneth LEHN. «Do Bad Bidders Become Good Targets» J. POL. ECON. No. 48. p. 372. 1990.

[43] FURTADO, Eugene P .H. y Vijay KARAN. «Causes, Consequences, and the Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence». RN. MGMT. No. 19. p. 60. 1990; WALSH, James P. «Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions». STRATEGIC MGMT. J. No. 9. p. 173. 1988.

[44] MARTIN, Kenneth J. y John J. MCCONNELL. «Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover». J. FIN. No. 46. p. 671. 1991.

[45] HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit.

[46] MARKHAM, Jesse W. Op. cit.

incluso en estas transacciones, cambios subsecuentes en la administración[47].

b. El libre flujo de caja

Una explicación alternativa que considera las tomas de control como un mecanismo para reducir costos de agencia pero no predice el reemplazo de la dirección está contenida en la teoría de Jensen denominada «libre flujo de caja» o «*free cash flow*»[48]. Jensen argumenta que una de las causas de las tomas de control, especialmente en la industria petrolera, es el costo de agencia asociado con el conflicto entre gerentes y accionistas sobre el pago de libre flujo de caja. El libre flujo de caja es el flujo de caja en exceso del monto que se requiere para consolidar todos los proyectos de la empresa que tienen un valor presente neto positivo. Si estos fondos son pagados a los accionistas, entonces los gerentes tendrán menos recursos bajo su mando, y de esta manera no se encontrarán en capacidad para gastar el flujo de caja invirtiendo en proyectos con valores presentes netos negativos. Además, eliminar el libre flujo de caja sujeta a los gerentes al mercado de capitales supervisado cuando necesitan financiar nuevos proyectos, reprimiendo su habilidad para emprender transacciones de valor presente neto negativas.

Esta explicación coloca la explicación de la sinergia financiera (la reducción del costo de capital) en su cabeza, porque es la empresa objeto y no la empresa adquirente la que cuenta con exceso de efectivo, y porque el financiamiento externo se juzga preferible al autofinanciamiento debido a los problemas del incentivo. Pero en contraste con las otras explicaciones de eficiencia, una empresa adquirente no necesita realizar sus mejoras operativas.

Los gerentes de apoyo pueden eliminar el libre flujo de caja sólo a través de una reestructuración financiera, la cual incrementa el financiamiento o apalancamiento de la empresa y paga dinero en efectivo pedido prestado a los accionistas. La ganancia por la sinergia, por definición, requiere de dos empresas[49], y el reemplazo de la dirección ineficiente requiere un cambio en el equipo de administración. Por lo tanto, de las explicaciones analizadas aquí, solamente la teoría del libre flujo de caja explica un aumento en el valor desde una posición de reestructuración defensiva, al igual que las tomas de control.

La teoría del libre flujo de caja de las tomas de control proporciona una explicación no tributaria pues explica por qué la deuda aumenta en una adquisición. La deuda restringe el futuro del libre flujo de caja porque, en los diferentes dividendos generados por la acción, los intereses deben pagarse para evitar jalar el gatillo de la insolvencia. La adquisición con financiamiento o la transacción privada es así un compromiso creíble para eliminar el libre flujo de caja. Ésta aumenta el valor de la empresa mitigando el costo de agencia del mal uso del efectivo en exceso.

Lehn y Poulsen apoyan la explicación del libre flujo de caja con un estudio de transacciones privadas: ellos encontraron que la posibilidad de las empresas para ser adquiridas estuvo directamente relacionada con el tamaño de sus libres flujos de caja y con la amenaza de una toma de control hostil (la razón por la cual la administración está dispuesta a renunciar a los libres flujos de caja), e inversamente relacionada con el crecimiento (es decir, las empresas se cuidaron ser adquiridas cuando no había ninguna oportunidad de reinversión de su dinero en efectivo)[50]. Ellos también encontraron que la magnitud de la prima en estos casos se relacionó significativamente con la magnitud del flujo de caja no distribuido de las empresas. Además, las empresas adquiridas tienen ratios menores al ratio q de Tobin[51], lo cual sugiere que éstas son empresas con efectivo en

---

[47] La mayoría de compradores a menudo reemplazan la administración de apoyo después de un año de producida la adquisición. Ver, por ejemplo, Roberts v. General Instrument Corp., Civ. No. 11639 (Del. Ch. Aug. 1990) (3 de 5 empresas compradas a partes de la Forstmann-Little solicitaron votos para defender los puestos de sus directores ejecutivos) Además, el 12% de las empresas, según un estudio de Smith, reemplazaron a sus directores ejecutivos mayores de 65 años a los 2 años de producida la adquisición. SMITH, Abbie J. «Corporate ownership Structure and performance : The Case of Management Buyouts». J. FIN. ECON. No. 27. p. 162. 1990. Esta información sugiere que los MBO´s serán manejados por la explicación de Mannel.

[48] JENSEN, Michael C. «The Takeover Controversy: Analysis and Evidence». En: Knights, Raiders & Targets: the impact of the hostile takeover. Op. cit. p. 314.

[49] Allí pueden estar las ganancias de la sinergia en una compra financiada, en la medida que la compra (financiada) del grupo trae valores excesivos de habilidades directivas a la empresa adquirida.

[50] LEHN, Kenneth y Annette POULSEN. Op. cit.

[51] HO PO LANG, Larry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. Op. cit. SERVAES, Henri. Op. cit.

exceso[52]. Finalmente, los gerentes perciben la eliminación del libre flujo de caja como un motivo de la toma de control. Pound encuentra que las empresas que se sujetan al Estatuto de Tomas de Control Restrictivo de Pennsylvania (*Pennsilvania´s restrictive takeover statute*) tienen significativamente un menor flujo de caja en la valoración de ratios, aunque no el más bajo; que las empresas que optan por desempeñarse fuera del ámbito de aplicación del estatuto[53]. Su interpretación es que los gerentes que temen una toma de control (aquellos que no optaron por salir del ámbito de aplicación del estatuto) tienen éxito para generar dinero en efectivo de los activos corrientes pero probablemente emplearán mal los fondos (es decir, sus empresas serán adquiridas con libre flujo de caja) porque la tasa de baja valoración genera desconfianza en el mercado sobre cómo la administración usará el dinero en efectivo[54].

c. Los incentivos mejorados por los cambios de propiedad en MBOs

Existe, por supuesto, una explicación más simple sobre la reducción de los costos de agencia para MBOs que la que recomienda eliminar el libre flujo de caja. En un MBO, la propiedad de la administración comparte gramaticalmente los incrementos. Haciendo a la administración un socio substancial, el MBO proporciona poderosos incentivos para aumentar la productividad. Esto es, de hecho, un acercamiento clásico para mitigar el problema del principal-agente que normalmente se usa, pero en una escala más pequeña, en planes basados en incentivar la compensación de las acciones[55].

La explicación de las ganancias de MBOs como resultado de los incentivos mejorados de la propiedad es consistente con la evidencia, repasada en Smith, de que las empresas después de la compra experimentan significativas eficiencias operativas y aumentos en la producción[56]. El análisis de Wright, Robbie y Thompson sobre las empresas adquiridas en MBOs del Reino Unido que como consecuencia de ello fueron proveídas de importantes apoyos adicionales: ellos encuentran que los retornos anormales, medida del valor de las empresas después de la adquisición, varían directamente con el capital de la participación en la dirección[57]. Finalmente, Lichtenberg y Siegel encuentran significativas mejoras en la productividad después de los MBOs[58]. Claro, esta explicación de tomas de control es limitada porque se aplica solamente a un tipo de transacción adquisitiva, los MBOs.

B. Las explicaciones de la maximización del valor por expropiación

Las explicaciones de la expropiación en las tomas de control se enfocan en cuatro grupos distintos: (1) los contribuyentes, (2) los tenedores de bonos, (3) los trabajadores y (4) los consumidores.

1. Los beneficios tributarios

Los beneficios tributarios proporcionan otra explicación de la maximización del valor por parte de las tomas de control. Porque el interés es tributariamente deducible, ésta es una explicación más obvia para las tomas de control financiadas que la de la explicación del monitoreo del libre flujo de caja. En efecto, el aumento de la deuda alberga más ingreso, motivando la transacción. Además, una empresa puede tener atributos tributarios, como por ejemplo las deducciones favorables, los descuentos impositivos por inversión, las precisiones para la depreciación, los déficit comerciales netos que no se puede usar porque tiene un ingreso demasiado bajo. Desde que el Código Tributario no permite la venta directa de atributos o ventajas tributarias, la empresa puede buscar unirse con una empresa que tenga suficientes ingresos para capturar el valor del beneficio tributario. En esta situación, el valor del todo es mayor que la suma de sus

[52] Servaes argumenta que el ratio q de Tobin puede ser interpretado como una medida para calcular los costos de agencia toda vez que un ratio bajo q es una evidencia de sobreinversión, lo cual puede ser visto como una fuente de flujo de caja libre. Ibidem. Él encuentra que las empresas adquiridas, además de sus bajo q ratios, tienen menos dividendos por pagar y menos deudas que otras empresas en el mercado, lo cual sugiere que ellos tienen más flujo de caja libre porque pagan menos a sus tenedores de valores. Ellos también tienen un desembolso de capital menor como porcentaje de recursos, lo que implica que tienen menores oportunidades de inversión.

[53] POUND, John. «On the Motives for Choosing a Corporate Governance Structure». 1990. (Artículo inédito de la biblioteca de la autora).

[54] Ibid. p. 14

[55] SMITH, Clifford W. Jr. y Ross L. WATTS. «Incentive and Tax Effecls or Executive Compensation Plans», AUSTL. I. MGMT. No. 7. p. 139. 1982.

[56] SMITH, Abbie. «The Effects of Leveraged Buyouts». BUS. ECON. No. 25. 1990. p. 19.

[57] WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken y Steve THOMPSON. Op. cit.

[58] LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior». J. FIN. ECON. No. 27. p. 165. 1990.

partes, cuando el adquirente puede proteger su ingreso de los impuestos (y así también aumentar el flujo de caja real) y la adquirida puede liquidar el valor de sus deducciones (no podría hacerlo sola). Además de considerar, *ex- post*, los escudos tributarios no usados, hay también beneficios *ex-ante*: la fusión efectivamente proporciona un co-seguro diversificando los flujos de caja esperados para que no se gasten las deducciones[59]. A pesar del real impacto de la sinergia en el flujo de caja respecto a una adquisición basada en intereses tributarios, no podemos clasificar esto como una explicación eficiente porque hay un costo social para tales ganancias, un traslado de riqueza del fisco a los accionistas. Esta explicación es, por consiguiente, más apropiadamente vista como una explicación de expropiación[60].

La explicación tributaria de las tomas de control no es irresistible teóricamente. En efecto, la deducción del interés es un beneficio tributario que no requiere de una adquisición para ser realizado –una empresa adquirida puede financiar la estructura de su capital por sí sola. Ésta no es por consiguiente una historia de equilibrio pues implica que la empresa tenía una estructura de capital sub-óptima al momento de la preadquisición.

En consecuencia, para hacer creíble la explicación del incremento de la deducción tributaria de las tomas de control, ésta debe unirse con una explicación de costo de agencia: la dirección de la adquirida no ha maximizado el valor de la empresa, extendiendo la deuda de la empresa y pagando demasiados impuestos[61]. Es más, el beneficio del incremento de las deducciones está limitado por la tasa implícita de la deuda: porque el ingreso por intereses está gravado a una tasa superior que las ganancias de capital, los inversionistas exigen un retorno mayor para mantener la deuda en lugar del capital, y por lo menos durante 1986, se argumentaba que no había ningún retorno positivo neto en una empresa que incrementaba su deuda[62].

Pueden levantarse críticas similares acerca de otros beneficios tributarios alegados como motivos de la fusión. Wilson, Scholes y Wolfson muestran que el valor de atributos tributarios como los déficit comerciales netos y los que gravan recursos base pueden obtenerse igualmente bien por técnicas no adquisitivas como ventas de recursos selectivas y reestructuraciones de recursos, así como por la vía de las adquisiciones[63]. La disponibilidad de otras técnicas para realizar ganancias tributarias disminuye severamente el poder de dar una explicación tributaria a las tomas de control.

Existe también un pequeño apoyo empírico para sustentar la explicación de la expropiación del contribuyente. Auerbach y Reishus recolectaron un conjunto de datos comprensivos de varios cientos de fusiones entre 1968-1983 y encontraron que la reducción de impuestos no era una razón importante para efectuar transacciones adquisitivas[64]. Solamente un 20% de estas fusiones podrían ser clasificadas como obvias destinatarias de potenciales beneficios tributarios, tales como la transferencia de pérdidas o créditos o beneficios tributarios en recursos base, y el valor estimado de los beneficios tributarios era sólo 10% del valor de mercado de las empresas adquiridas, una figura muy por debajo de la toma de control[65]. Además, el ratio deuda-capital no aumentó

[59] GREEN, Richard y Eli TALMOR. «The Structure and Incentive Effects of Corporate Tax Liabilities». J. FIN. No. 40. p. 1095. 1102-1103. 1985.

[60] En la medida que el fracaso para usar una deducción del déficit comercial neto sea un impuesto que duplique el capital, CAMPISANO, Mark y Roberta ROMANO. «Recouping Losses: The Case for Full Loss Offsets». NW.U.L. REV. No. 76. pp. 709, 716-718. 1981, entonces una fusión que habilita el uso del beneficio del impuesto no es ninguna expropiación del fisco.

[61] Sin embargo, Kaplan encontró que las empresas preadquiridas por MBO deben capitales en ratios que no son bajos para sus mercados. El sugirió que el más alto nivel de deuda no podría haber sido accesible a la preadquisición de toda estructura de la empresa. KAPLAN, Steven N. Op. cit.

[62] MILLER, Merton. «Debt and Taxes». J. FIN. No. 32. p. 261. 1911; WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. Op. cit. p. 114.

[63] GILSON, Ronald J., SCHOLES, Myron S. y Mark A. WOLFSON. «Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax Motivated Acquisitions». En Knights. Raiders And Targets: the impact of the hostile takeover. Op. cit. p. 271.

[64] AUERBACH, Alan J. y David REISHUS. «The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions». En Mergers and Acquisitions No. 69, 81. 1988 (Alan J Auerbach editor)

[65] Hayn encuentra que el retorno anormal cumulativo para las adquiridas en un aviso de adquisición es positivamente relacionado con el monto de disponibilidad de efectivo neto perdido y los recursos base. HAYN, Carla. «Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions». J. FIN. ECON. No. 23. p. 121. 1989. Sin embargo, su información no llevó a conclusiones sustancialmente diferentes de las concusiones de Auerbach y Reishus concernientes a la importancia de los tributos como motivo de las adquisiciones. Solamente el 20% de las adquiridas muestran una pérdida neta operativa, y de las empresas comprometidas en las adquisiciones imponibles, el valor de los recursos base fue sólo 16% del valor de mercado de las empresas adquiridas.

significativamente después de las fusiones[66]. Porque la magnitud de los efectos es mínima, resulta improbable que la disponibilidad de escudarse en atributos tributarios sea un factor significativo en las tomas de control.

La muestra de fusiones de Auerbach y Reishus antes de financiar las adquisiciones por la deuda llegó a ser una característica importante de las tomas de control como lo fue a mediados de los ochenta. Los estudios de los efectos tributarios de los LBO, en donde la carga de la deuda es sustancial, producen resultados diferentes. Por ejemplo, en un estudio de MBOs, Kaplan encontró que el exceso devuelto a los accionistas de empresas de accionariado difundido se relaciona significativamente con la contribución ahorrada por la nueva estructura del capital; de hecho, los impuestos ahorrados estimados produjeron la mayoría de las ganancias[67]. Los resultados encontrados por Schipper y por Smith son casi idénticos[68]. En ambos estudios, las deducciones del interés representan la clave del ahorro del impuesto que explica la ganancia del MBO, no son déficit comerciales netos o deducciones de depreciación aumentadas del incremento del recurso base. Por ejemplo, las estimaciones de Kaplan acerca del interés que deduce el beneficio fueron dependiendo de la tasa del impuesto marginal supuesto, la tasa de 40% a 130% de la compra, asumiendo una deuda permanente y una tasa de 13% a 40%, así como asumiendo el reembolso de la deuda en 8 años. Cuando el incremento del recurso base es incluido, los beneficios tributarios oscilan entre 21% y 143% de la prima para la muestra completa, y de 45% a 161% para las empresas adquiridas mediante MBO que eligieron incrementar sus recursos base, lo cual representaba la mitad de las empresas de la muestra de Auerbach y Reishus. Schipper y Smith también encontraron una relación significativa entre los beneficios tributarios y la prima pagada en MBOs: las primas por la compra eran substancialmente superiores que los ahorros tributarios de depreciación (la tasa de los beneficios medios de la prima oscilaba entre 0% y 29%) pero no muy superiores que los ahorros sobre el interés (el rango de la tasa media es de 65% y 91%).

Aunque los estudios de Kaplan y Schipper y Smith parecen proporcionar una fuerte evidencia para la explicación de la expropiación por medio de MBOs por aumentar las deducciones del interés, esta investigación presenta sólo un aspecto de la historia del tributo. Como Jensen, Kaplan y Stiglan señalan, los MBOs también son acompañados por el incremento de los pagos de impuestos por la venta a los que están sujetos los accionistas de la empresa objeto, por compra de los tenedores de deuda, y por la rentabilidad aumentada a largo plazo de la empresa reorganizada[69].

En su estimación, los pagos de tributos netos en estas transacciones son positivos, no negativos. Summer desafía esta conclusión señalando que es probable que los tenedores de deuda resultantes de la post-compra sean instituciones exoneradas de pagar tributos[70]. Sin embargo, su disputa acerca del efecto en los réditos del total del impuesto es solamente correcta si la deuda total estuviera exonerada del tributo con el LBO, lo cual es un desequilibrio en la historia del capital del mercado; un punto de equilibrio sugeriría que estos inversionistas simplemente cambien de un instrumento de deuda a la deuda de LBO mientras la tenencia agregada de deuda se mantiene igual[71].

Debería notarse que Kaplan señala que la venta del capital de los accionistas gana tributos a un muy áspero 17%, el cual es muy cercano al más bajo estimado de beneficios tributarios de los MBO[72]. Evidentemente, analizando el impacto tributario del MBO solamente en lo que se refiere a los ahorros tributarios logrados (aumento de las deducciones) éste proporcionará un cuadro

[66] La tasa de interés de la deuda a largo plazo incrementaba un plus de la deuda en el capital, en promedio, de 25.4% a 26.7%. Auerbach y Reishus sostienen que este insignificante incremento es explicado por el hecho que, mientras las fusiones incrementan el monto de la deuda, el valor del capital también es incrementado. Ellos concluyen que la información demuestra que «los que pidieron prestado no dejaron atrás el crecimiento en el valor de la empresa fusionada», y en consecuencia, el interés en las deducciones no fue una significativa razón para llevar a cabo la fusión (al menos en 1983) AUERBACH, Alan J. y David REISHUS. Op. cit. p. 80.

[67] KAPLAN, Steven. «Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value». J, FIN. No. 44. p. 611. 1989.

[68] SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. «Corporate Income Tax Effects of Management Buyouts». 1988 (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora)

[69] JENSEN, Michael C.; KAPLAN, Steven N. y Laura STIGLIN. «The Effects of LBO's on Tax Revenues of the U.S. Treasury». TAX NOTES. No. 42. p. 727. 1989.

[70] «Taxation and Corporate Debt: Hearing Before the Senate Comm. on Finance», 101° Congreso, Primera Sesión. pp. 27-77, 186-204 (25 de Enero de 1989) (testimonio de Lawrence H. Sumner's).

[71] La autora agradece a Jon Ingersoll por sus anotaciones al respecto.

[72] KAPLAN, Steven. «Management ...» Op. cit. pp. 626-630.

incompleto e inexacto de lo que motiva estas transacciones. Es más, Bhagat, Shleifer y Vishny señalan que la deuda tributaria que se escuda en los beneficios del MBO es significativamente reducida por un reembolso rápido de la misma[73]. Finalmente, para las empresas adquiridas mediante un MBO que van a ser nuevamente públicas, los inversionistas de capital en la post-compra ganan ingresos muy altos[74]. Como los ahorros tributarios son capturados por los accionistas de la pre-compra, esto indica que las empresas de MBO experimentan una eficiente ganancia más allá de los beneficios tributarios. Estos resultados, vistos en combinación, seriamente socavan la explicación de la expropiación del contribuyente en las adquisiciones financiadas.

2. La expropiación de tenedores de bonos

Hay una tercera posible explicación para el uso de una deuda en una toma de control. Las adquisiciones financiadas simplemente pueden ser mecanismos para desposeer de su riqueza a los tenedores de bonos, en lugar de desposeer a los contribuyentes. En efecto, cuando una empresa aumenta su financiamiento, el valor de preexistencia de la deuda disminuye porque ésta es ahora una inversión más arriesgada (el flujo de caja de la empresa puede no cubrir el nuevo monto de la deuda). Como los tenedores de bonos no son compensados en este incremento del riesgo, la transacción de financiamiento redistribuye la riqueza a los accionistas. Los tenedores de bonos pueden, sin embargo, protegerse de las pérdidas en una adquisición financiada mediante la providencia de un contrato de riesgo[75].

Varios estudios han buscado medir los efectos de adquisiciones financiadas en las deudas de la empresa adquirida. Aunque los bonos valorados son típicamente menores después de una compra financiada, los estudios no encuentran un significativo efecto en el precio de los bonos o un pequeño efecto negativo que no sea cercano a la magnitud del precio pagado a los accionistas[76]. Los bonos sin convenios de restricción, como providencias pactadas para el riesgo, protegen a los tenedores de deuda de la inversión contra los incrementos de financiamiento, y son los que experimentan las más grandes pérdidas: por ejemplo, Asquith y Wizman encuentran que los bonos no protegidos experimentaron retornos anormales negativos de 5% considerando que los bonos protegidos tenían ingresos anormales positivos de 2%[77]. Además la magnitud de la ganancia de los accionistas no es correlativa con la cantidad de la deuda pendiente. La expropiación del tenedor de bonos no puede, por consiguiente, ser el móvil de las adquisiciones porque las pérdidas de los tenedores de bonos simplemente son también pequeñas comparadas a los beneficios de la toma de control.

3. La expropiación laboral

La explicación de la expropiación de las adquisiciones que atrae la atención de la mayoría involucra el ámbito laboral como víctima. La versión más sofisticada de esta teoría es la explicación de la violación de cláusulas implícitas del contrato de los trabajadores por una toma de control hostil. Esta explicación es sostenida por Shleifer y Summers[78].

En el escenario sostenido por Shleifer y Summers, los accionistas inicialmente contratan personal de confianza como gerentes para hacer creíbles los compromisos de los contratos a largo plazo con los obreros. Los compromisos a largo plazo son implícitos, no se celebran contratos con cláusulas indefinidas explícitas. Después de que los empleados son contratados, los accionistas querrán violar el pacto implícito del contrato, con la finalidad de aumentar sus ingresos reduciendo la parte correspondiente a los trabajadores. Una dirección de confianza les impide desconocer los acuerdos informales. Sin embargo, una toma de control hostil permite a los accionistas comportarse de manera oportunista, de una

[73] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.
[74] KAPLAN, Steven. «Sources ...» Op. cit. p. 98
[75] LEHN, Kennet y Annette POULSEN. «Contractual Resolution or Bondholder- Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts». J.L. & ECON. La información proporcionada por Lehn y Poulsen sugiere que esta explicación es, a mejor, temporalmente limitada: el uso de los contratos de riesgo se ha incrementado rápidamente en le tiempo (de 3% de las deudas en 1986 a 32.1% de las deudas en 1989), y estas provisiones son más frecuentes en las deudas de empresas que pueden ser adquiridas mediante un LBO).
[76] ASQUITH, Paul y Thierry A. WIZMAN. «Event Risk, Covenants and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts». J. AN. ECON. No. 27. p. 195. 1990; DENIS, Debra K. y John J. MCCONNELL. «Corporate Mergers and Security Returns». J. FIN. ECON. No. 16. p. 143. 1986; MARAIS, Laurentius, SCHIPPER, Katherine y Abbie SMITH. Op. cit.
[77] ASQUITH, Paul y Thierry A. WIZMAN. Op. cit. pp. 201, 203.
[78] SHLEIFER, Andrei y Lawrence H. SUMMERS. «Breach of Trust in Hostile Takeovers». En Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Op. cit. p. 33.

manera distinta a lo inicialmente pactado, ya que un «invasor» no dudará en desconocer lo pactado implícitamente en el contrato, reduciendo costos y trasladando el valor de la empresa para beneficio de los accionistas.

Un ejemplo de una cláusula contractual implícita involucra los recursos del fondo de pensiones. Estos recursos -fondos que exceden los beneficios prometidos a los empleados- pertenecen a la empresa, pero bajo los requisitos del estatuto de ERISA que regula la definición de las planillas de beneficios, la empresa debe terminar el plan antes que el exceso de recursos revierta hacia ella debiendo dejarlos disponibles para otros usos[79]. Las empresas a menudo invierten el exceso de los recursos de un plan en costos de vida ajustados que no son requeridos por un contrato jubilatorio[80]. Porque la empresa no tiene ninguna obligación legal de aumentar el beneficio de la jubilación, tal uso del exceso de recursos es en el mejor de los casos una obligación contractual implícita de la clase descrita por Shleifer y Summers. Una adquisición en la cual un plan de jubilaciones es eliminado y los excesos de los recursos revierten a la empresa para usos no previstos en el plan podría caracterizarse como una redistribución de la riqueza de los trabajadores a los accionistas en violación de una cláusula implícita del contrato.

El ejemplo paradigmático de Shleifer y Summers es la adquisición de TWA por Carl Icahns, en la cual los sindicatos estaban de acuerdo con las grandes concesiones para prevenir a un postor hostil más aborrecido, Frank Lorenzo, de la empresa objeto. Shleifer y Summers estiman que el costo de los trabajadores igualó en 38% al precio pagado a los accionistas de TWA. Mientras ésta es una proporción sustancial de la ganancia de los accionistas, obviamente algo más también se estaba arriesgando en la adquisición para generar el remanente de 62%.

Los costos de mano de obra que fueron reducidos en este caso podrían emanar de las siguientes tres fuentes: (1) el poder de la unión (un formulario de monopolio de rentas); (2) las habilidades específicas de la empresa que refuerzan la productividad[81]; o (3) la dirección ineficiente causada por el fracaso de negociaciones respecto de las uniones[82]. La primera fuente es una probable candidata. La industria de aerolíneas fue regulada cuando los contratos colectivos de TWA fueron originalmente negociados, y la investigación sugiere que el primer beneficiario de la regulación de aerolíneas fue el trabajador[83]. La tercera fuente se relaciona con la primera: la desregulación estimula las adquisiciones para tomar a los gerentes más eficientes que negocian la compensación del empleado en niveles por debajo de los competitivos. La segunda fuente es aquella en donde Shleifer y Summers argumentan su idea de violación contractual. Los contratos implícitos protegen a los obreros que han invertido en transacciones específicas de capital humano. Rompiendo estos contratos, los accionistas, a través del «invasor», desposeen el valor de la renta de las inversiones en capital humano efectuadas por los obreros. Pero, cuando los accionistas se benefician de los obreros que son quienes hacen tales inversiones, los contratos implícitos son eficientes *ex-ante* y es indeseable que se violen *ex-post*. Entonces, nosotros necesitamos un dispositivo para prevenir que los contratos sean desconocidos, y los gerentes de confianza son los indicados para realizar esa función.

La tesis de Shleifer y Summers es inteligente pero no convincente. Un problema importante con su explicación es que ésta es cuestionable si los trabajadores, particularmente los sindicatos, hubieran optado, para proteger tales inversiones sumamente vulnerables como capital específico de la empresa, por un contrato implícito en lugar de alguna otra estructura de negociación explícita. Como Williamson detalla, si los contratos no pueden ser específicos para evitar oportunismos, entonces se inventarán otros mecanismos para proteger la inversión de la parte vulnerable[84]. La dificultad con el análisis de Shleifer y Summers es que éstos entienden y emplean mal el concepto de contrato implícito. Como Schwartz ha observado, un contrato implícito es un contrato cuyas condiciones son notables por las partes contrayentes, pero no por terceras partes,

[79] MITCHEL Mark L. y J. Harold MULHERIN. «The Stock Price Response to Pension Terminations and the Relation of Terminations with Corporate Takeovers». FIN. MGMT. No. 18. p. 41. 1989.
[80] PONTIFF, Jeffrey; SHLEIFER, Andrei y Michael S. WEISBACH. «Reversions of Excess Pension Assets After Takeovers» RAND J. ECON. No. 21. p. 600. 1990.
[81] WILLIAMSON, Oliver E. «The Economic Institutions Of Capitalism» No. 55 1985.
[82] WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. y Susan E. HOAG. Op. cit. p. 214 (ofrecen estas tres explicaciones).
[83] BAILEY, Elizabeth E.; GRAHAM D. y D. KAPLAN. «Deregulating the Airlines». pp. 95- 102, 197. 1985.
[84] WILLIAMSON, Oliver E. Op. cit.

como por ejemplo, las Cortes, y de ahí que no sean comprobables[85]. Un contrato explícito es, entonces, uno cuyas condiciones son notables y comprobables por terceros. La opción del tipo de contrato depende de las características de las condiciones acordadas; si cierta información es notable y comprobable, entonces ésta puede ser la base de un término contractual explícito, la ejecución del contrato puede condicionarse en tales términos y su violación puede impugnarse en las Cortes. Los términos contractuales que preocupan a Shleifer y Summers -los beneficios jubilatorios, los recursos del fondo de pensiones, los sueldos, ascensos- son términos notables y verificables.

Así ellos están sujetos a una cláusula explícita, y no a un acuerdo implícito. La ausencia de términos contractuales explícitas en estas condiciones sugiere, por consiguiente, que las uniones efectuadas por TWA (y, en general, cualquier unión que encuentra excesos en los recursos del fondo de pensiones y revierten los beneficios eliminando la previsión del costo de vida) escogieron no incluir tales condiciones en sus contratos. Ellos pueden haber optado, por ejemplo, por solicitar sueldos superiores a cambio de asumir el riesgo de la pérdida del incremento de los beneficios jubilatorios. En este escenario, no existe entonces ningún contrato implícito para el incremento de la pensión.

Es discutible, sin embargo, que exista un término implícito referente al contexto jubilatorio, el desempeño de la empresa no es notable igualmente por las partes y, por consiguiente, se presenta una asimetría informativa. En este escenario alternativo, la empresa contrata el aumento de los beneficios jubilatorios en buenos tiempos financieros y no en tiempos malos. Esto crea un potencial problema de contratación implícita, porque los trabajadores no están habilitados para decir en qué estado se encuentra la empresa cuando ésta busca eliminar el plan jubilatorio.

Los diferentes recursos del fondo de pensiones y el sueldo y los ascensos y el nivel de desarrollo de capital humano específico en la empresa no pueden ser comprobados en cualquier escenario y podrían ser la base de un contrato implícito que un invasor podría violar. El problema con este argumento es que Shleifer y Summers nunca identificaron qué es una empresa específica sobre el sindicato de TWA[86]. Aún la asunción del capital humano específico de la empresa motiva el debate de si los miembros de TWA son más productivos que los sindicatos y trabajadores individuales de otras aerolíneas, quien recibió menos paga con trabajo deficiente. Sin capital específico de la empresa, la demanda de evitar costos laborales para realizar una toma de control como un medio de mantener promesas implícitas es insostenible.

Finalmente, Shleifer y Summers no ofrecen ninguna razón por la cual un postor hostil pueda hacer fácilmente que la dirección de apoyo no negocie las concesiones del sueldo. Muchas empresas, incluyendo otras aerolíneas, se comprometen a conceder negociaciones, y tales esfuerzos son típicamente independientes de cualquier amenaza de tomas de control hostiles. Mientras los accionistas no estén interesados en «sobrepagar» a los trabajadores, tampoco estarán interesados en obtener retornos superiores a los que deberían recibir.

Holmstrom sugiere una explicación alternativa a la historia del contrato implícito de Shleifer y Summers, el cual se sustenta en la reputación[87]. Desde este punto de vista, los gerentes deberían tener una reputación apropiada para hacer creíbles las demandas laborales y para desempeñarse más cómodamente; esta reputación afectaría su credibilidad como regateadores en tiempos difíciles. Así, diferentes invasores que no cuentan con ninguna intención de negociar, no obtendrían concesiones de la dirección de apoyo. No encontramos que la explicación de la reputación sea persuasiva. Estaría en el interés del trabajador conceder las concesiones a la dirección, en lugar de a un invasor, porque la experiencia pasada indica que cuando la situación financiera mejora, los titulares retornarán al antiguo régimen de la cuasi-renta del trabajador considerando que no hay ninguna base para esperar un tratamiento favorable de un invasor.

La explicación de la expropiación laboral, en general o refinada por Shleifer y Summers, tiene un escaso sustento empírico. Pontiff, Shleifer y Weisbach encontraron, por ejemplo, que las reversiones del recurso del fondo de pensiones

[85] SCHWARTZ, Alan. «Relational Contracts in the Courts: an analysis of incomplete agreements and judicial strategies». pp.14-16. 1991 (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora).

[86] Si TWA tuvo aviones más nuevos que cualquier otra aerolínea, entonces sus pilotos habrían tenido, para desarrollar el capital específico de la empresa, las habilidades para operar esos aviones. Dadas estas condiciones por TWA, es sin embargo poco probable que estuviera delante de sus competidores en introducir tecnología avanzada, y esto no está relacionado con el incremento productivo o el valor de creación de la empresa.

[87] HOLMSTROM, Bengt. «Comment». En Corporate takeovers: causes and consequences. Op, cit. p. 56.

son también pequeñas para ser un motivo dominante de las tomas de control: aunque éstas son más frecuentes en tomas de control hostiles que en transacciones amistosas, las reversiones ocurren en sólo 14% de las tomas de control y, en promedio sólo 10%-13% de la prima[88]. Mitchell y Mulherin proporcionan resultados similares: las reversiones del fondo de pensiones ocurren en 12% de su muestra de tomas de control aunque ellos no señalan que se presenten más a menudo en tomas de control hostiles que en ofertas amistosas, y las reversiones cuentan para una proporción algo superior a la de la prima (23%)[89]. Más importante, la mayoría de reversiones del fondo de pensiones no ocurren después de la toma de control corporativa[90].

La anécdota de TWA es difícil de generalizar, dada la circunstancia excepcional de la industria moviéndose de la regulación (donde la directiva tiene discreción, el otro lado, el de la confianza, es sustancial)hacia la desregulación[91]. Varios estudios que examinan las consecuencias de las adquisiciones más sistemáticamente no encuentran un impacto dramático similar en el régimen laboral como el ocurrido en la adquisición de TWA. Por ejemplo, aparte de la ya mencionada producción de la dirección, es la media dirección (el personal administrativo) y no los empleados de planta de producción, quienes se colocan por debajo de sus verdaderos puestos después de producidas las adquisiciones[92]. Consistente con los mencionados datos, Blackwell, Marr y Spivey encuentran, en una muestra de 286 cierres de planta, que en muy pocos (48) se anunció la empresa objeto, antes, después o durante la oferta, y sólo 22 de ellas fueron empresas adquiridas en pujas hostiles[93]. Es más, las empresas que experimentan cambios de propiedad tienen más empleos y mejores niveles de sueldo y mayor productividad comparadas con las empresas que no han cambiado su administración[94]. Finalmente, Kaplan encuentra en una muestra de adquisiciones financiadas de empresas que el empleo aumentó después de la transacción (aunque tal incremento no se manifestó en proporción al incremento de la industria), mientras Lichtenberg y Siegel encontraron que el empleo en este tipo de adquisiciones se había reducido, comparado al resto de la industria, pero a una proporción menor de la que se habría reducido antes de la compra[95].

Rosett prueba la explicación de la violación del contrato propuesta por Shleifer y Summers más directamente examinando los contratos y los sueldos colectivos antes y después de la toma de control [96]. Él no encuentra sustento alguno en la mencionada teoría: existe, de hecho, una ganancia positiva en la unión de capitales después de una adquisición hostil. Aunque hay pérdidas después de las adquisiciones amistosas, estas pérdidas son insignificantes comparadas con las ganancias (cuando se mide después de 18 años de realizada la toma de control, las pérdidas en las adquisiciones amistosas representan aproximadamente 5% de la ganancia de los accionistas).

Bhagat Shleifer y Vishny también encontraron que los despidos no ocurren frecuentemente, afectan a los trabajadores de oficina de alto nivel, y son superiores cuando la dirección tiene éxito al anular una oferta (o permaneciendo independiente o encontrando a un postor amistoso) que cuando es precisamente el postor hostil el que tiene éxito y, aun más importante, resulte en pérdidas que son pequeñas comparadas a la prima de la toma de control (10-20%)[97]. En suma, mientras necesitamos información empírica

[88] PONTIFF, Jeffry. Op. cit.
[89] MITCHEL Mark L. Y J. Harold MULHERIN. Op. cit. Ellos explican esta diferencia en términos de la construcción de muestra: Pontiff, Shleifer y Weisbach excluyen las fusiones de su muestra lo cual exagerará la frecuencia relativa de las posturas hotiles porque las fusiones son siempre calificadas como ofertas amistosas, y ellos cuentan algunas adquisiciones amigables como adquisiciones hostiles.
[90] Ibidem.
[91] WILLIAMSON, Oliver E. «Comment...». Op. cit. p. 61.
[92] LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects of Takeovers on the Employment and wages of Central-Office and Other Personnel». 1989. (artículo inédito).
[93] BLACKWELL, David W.; MARR, M. Wayne y Michael F. SPIVEY, «Plan-closing Decisions and the Market Value of the Firm», J. FIN. ECON. No. 26. pp. 277, 283, Cuadro No. 3. 1990.
[94] BROWN, Charles y James L. MEDOFF. «The Impact of Firm Acquisitions on labor». En: Corporate Takeovers: Causes And Consequences. Op. cit. p. 9. LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants». En: Brookings Papers On Economic Activity. Op. cit. p. 643. 1987 (Martin Neil Bailey y Clifford Winston, editores).
[95] KAPLAN, Steven N. «Sources ...» Op. cit. pp. 97-98; LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects...» Op. cit.
[96] ROSETT, Joshua G. «Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums? The Evidence on Contract Wages». J. FIN. ECON. No. 27. p. 263. 1990.
[97] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit. p. 2

para probar la hipótesis de la expropiación laboral por completo -nosotros necesitamos saber cuántos trabajadores habrían sido despedidos[98] o qué parte del sueldo habría parecido si la empresa no se hubiera adquirido-, lo que nosotros sabemos sugiere que la expropiación laboral no es motivo suficiente para justificar las adquisiciones.

4. El poder de mercado

Una explicación tradicional de las adquisiciones que se ubica en la categoría de la expropiación es la explicación de que las adquisiciones otorgan poder de mercado, en tal sentido, las empresas se unen para obtener una posición monopólica y obtener beneficios de su monopolio. Esta explicación fue muy popular a fines de siglo, sin embargo, es menos importante en los recientes años porque tales uniones son ilegales bajo el ámbito de las leyes antimonopolio. Es obviamente una explicación de expropiación: con el poder del mercado obtenido, una empresa puede incrementar sus precios sobre el costo marginal, obteniendo el excedente de consumidor y dejando fuera del mercado a algunos compradores. En consecuencia, la ganancia que se produce en la toma de control representa una transferencia de riqueza de los consumidores a los accionistas. Claro, esta explicación es limitada toda vez que hay muchas adquisiciones que no pueden motivarse en la obtención de poder monopólico, tales como las adquisiciones de negocios que desarrollan su actividad económica en mercados no vinculados.

Los estudios han buscado medir el efecto de adquisiciones potencialmente anticompetitivas examinando el precio de las acciones de los competidores, y no se ha encontrado efecto alguno. Si una fusión es anticompetitiva, entonces el precio de las acciones de las empresas rivales o (i) debe disminuir en el anuncio de la fusión, cuando se presentaría alguna desventaja competitiva, por ejemplo si la empresa fusionada desarrolla la práctica de precios predatorios, o (ii) aumenta en el anuncio de la fusión e inicia una estrategia para desafiar al monopolio, como estar dispuestos a compartir el incremento de precios que la firma fusionada se dispone a cobrar (teoría de la colusión). Los estudios encuentran que la experiencia de los rivales respecto al precio de las acciones por el anuncio de la fusión o es significativamente positiva o es insignificante, pero no se presentan efectos en el precio cuando la fusión es desafiada o invalidada bajo el ámbito del derecho de la competencia[99].

Otros estudios han encontrado que los retornos en mercados no vinculados (conglomerados) de las adquisiciones en los años ochenta son más bajos que las adquisiciones en mercados vinculados[100], y que la mayoría de los resultados de las adquisiciones hostiles en las reasignaciones de recursos a los compradores están relacionados con despojos subsecuentes[101]. El valor superior de las adquisiciones relacionadas evidencia que las ganancias por la sinergia pueden llegar a operar, pero también evidencia las ganancias anticipadas que le son otorgadas por el poder del mercado obtenido. Sin embargo, Healy, Palepu y Ruback encontraron que las empresas que se fusionaron mejoraron sus flujos de caja debido a un incremento en su productividad que de manera alguna puede ser atribuible a las rentas generadas por un monopolio porque no hay aumento post-fusión en los márgenes de las ventas[102]. En consecuencia, esta explicación de expropiación para las adquisiciones no puede tener asidero en el contexto actual. Es totalmente posible, sin embargo, que futuros análisis reformen dicha conclusión y reaviven esta moribunda explicación del poder de mercado.

C. Las explicaciones de ineficiencia del mercado por la maximización del valor

La explicación final de la maximización del valor (que es beneficiosa para los accionistas adquirentes) establece como premisa de las ganancias de las tomas de control la ineficiencia del mercado, el punto de vista de que los precios de las acciones no reflejan el valor de mercado de las empresas. Según esta

[98] Por supuesto, el hecho de que disminuyan los niveles de empleo no necesariamente significa que se haya producido una pérdida de eficiencia. Puede ser socialmente eficiente reducir el empleo en una determinada empresa o en un determinado sector del mercado.

[99] ECKBO, B. Espen. «Horizontal Mergers. Collusion and Stockholder Wealth«. J. FIN. ECON. No. 11. p. 24. 1983.; ECKBO, B. Espen y Peggy WIER. «Antimerger Policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A Reexamination of the Market Power Hypothesis». J. L. & ECON. No. 28.p 119. 1985; STILLMAN, Robert. «Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers». J. FIN. ECON. No 11. p. 225. 1983.

[100] MORCK, Randall; SHLEIFER; Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial...». Op. cit.

[101] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile...» Op. cit. Kaplan y Weisbach señalan que la ganancia de la compra de empresas en conglomerados no es una reflexión inicial de la valoración negativa de las adquisiciones, más bien es una función de cambios en el *enforcement* de la Ley Antimonopolio. KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. Op. cit. La aplicación de la Ley Antimonopolio permitió en los años ochenta adquisiciones horizontales más eficientes que no han sido permitidas cuando los conglomerados han efectuado las adquisiciones bajo estudio, y este cambio es el que desplazó a un hecho tan aprovechable.

[102] HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. Op. cit. p. 21.

explicación, la cual probablemente es más difundida en la prensa popular como la explicación de la expropiación laboral, los adquirentes se aprovechan de la ineficiencia del mercado identificando empresas subvaloradas y probablemente capturando una gran parte de ésta o pagando primas por debajo de la valoración correcta. Hay dos explicaciones de ineficiencia de mercado distintas: subvaloración general (precio demasiado bajo) de las acciones y miopía (sobrevaloración de ganancias actuales y excesivos descuentos de ganancias futuras)

1. Subvaloración

La versión más general de la explicación de las tomas de control por ineficiencia del mercado es que el mercado de capitales simplemente subvalora los valores mobiliarios. Las empresas adquirentes identifican valores mobiliarios subvalorados y ganan de la diferencia entre el precio que pagan y el valor real de la empresa.

Dado el tamaño de la prima pagada por las tomas de control, esta explicación no puede caracterizarse como una explicación de expropiación de los inversionistas actuales en las empresas adquiridas por los postores. Porque la ganancia de los accionistas de la empresa adquirida no es una ganancia real, en la que ésta no depende de cualquier mejora que se opere u otros cambios a ser emprendidos por el postor en el futuro, esta explicación también es clasificada separadamente de las explicaciones de refuerzo de la eficiencia de las tomas de control.

No hay evidencia alguna que soporte la explicación de la subvaloración de las adquisiciones. En particular, si esta explicación fuera correcta, entonces una vez que el postor identifica a una posible empresa para adquirirla, su precio subiría al verdadero valor, sin tener en cuenta si la adquisición ocurrió o no. Sin embargo, varios estudios han llegado a encontrar que el precio de las acciones de las empresas que no son adquiridas llega a ser más bajo que antes de haberse anunciado la pre-oferta[103].

En consecuencia, las adquisiciones no se generan meramente a partir de un mercado ineficiente que no cuenta con información necesaria para revaluar los precios de las acciones. La evidencia empírica que analiza numerosos eventos en las finanzas corporativas induce a una duda sobre esta explicación, aún más cuando los estudios están a favor de la eficiencia del mercado[104].

2. La miopía del mercado

La explicación de ineficiencia del mercado por miopía es más sofisticada que la hipótesis de subvaloración. En efecto, según esta explicación, los inversionistas son ciegos y se comportan «miopemente» para sacrificar los beneficios de largo plazo por ganancias inmediatas. Como consecuencia de ello, las empresas que se comprometen en la planificación a largo plazo y hacen inversiones importantes en investigación y desarrollo (o *research and development* - R&D) son supuestamente empresas subvaloradas por el mercado y, a la larga, llegan a ser empresas adquiridas.

Para evitar la subvaloración de las acciones, los administradores también deben comportarse «miopemente» y cambiar las ganancias aprovechables a largo plazo por proyectos a corto plazo fácilmente valorados[105]. Esta explicación de tomas de control podría caracterizarse como refuerzo de eficiencia,

---

[103] ASQUITH. Op. cit.; BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. «The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?» J. FIN. ECON. No. 11. p. 183. 1983.; JARRELL, Gregg A. «The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?» J.L. & ECON. No, 28. p. 151. 1985.

[104] Las pruebas para determinar el precio del recurso han destapado anomalías que lanzaron dudas en los modelos de predictibilidad del retorno; estos modelos son el enfoque de la actual controversia financiera sobre la eficiencia del mercado, y hay intepretaciones consistentes con ambos lados. FAMA, Eugene F. «Efficient Capital Markets: II». J. FIN. No. 11. pp. 1575, 1577, 1609, 1991. Porque la hipótesis del problema que prueba la eficiencia del mercado es una prueba colectiva de eficiencia y de un particular modelo del precio del recurso, las anomalías pueden entenderse como una muestra cualquiera de que el modelo del precio del recurso es inespecífico o que el mercado es ineficiente. El evento estudiado usando los datos de los retornos diarios evita el problema de unir hipótesis que plaga de predictibilidad los estudios de los retornos porque éstos examinan los retornos anormales en fechas precisas en lugar de estudiarlos por largos períodos, y el método de estimación de los rendimientos normales del retorno y es así que el cálculo de retornos anormales (por ejemplo, el modelo del precio del recurso) tiene un efecto pequeño en las inferencias cuando la respuesta sobre un evento es larga y concentrada durante unos días. Ibid. pp.1601-1602, 1607. Estos estudios demuestran que las reacciones del mercado son sumamente rápidas a la información específica y proporcionan la evidencia más limpia de eficiencia del mercado. Ibid. pp. 1601-1602.

[105] STEIN, Jeremy C. «Takeover Threats and Managerial Myopia». J. POL. ECON. No. 96. p. 1. 1988.

porque el adquirente probablemente gana por tomar la empresa y emprender el abandonado camino de las inversiones a largo plazo. Como Netter sugiere, esto puede dar también un brillo de expropiación, como una «redistribución del futuro al presente»[106]. En este punto de vista alternativo, los adquirentes son miopes y apuñalan su presupuesto de R&D para levantar el valor de las acciones.

Sin embargo, no hay ninguna evidencia empírica que soporte la teoría de la miopía. Primero, no hay evidencia de la miopía del mercado sobre los beneficios que conllevan las inversiones a largo plazo. El mercado responde positivamente a los anuncios para incrementar su R&D y otros gastos de inversión de capital[107]. Segundo, existe escasa evidencia de la miopía de la gerencia. Las empresas que se protegen de las adquisiciones adoptan enmiendas constitucionales, librándose así de la miopía del mercado[108], realmente reducen sus gastos de R&D después de tomar tal acción[109]. Además, las adquiridas (sobre todo por la vía de LBOs) se desempeñan en industrias con bajos niveles de actividad en R&D, y no hay ninguna diferencia significativa en la intensidad de R&D (la proporción de gastos de R&D con respecto a las ventas) entre las empresas adquirentes y las empresas adquiridas[110]. Finalmente, no hay diferencias significativas en el crecimiento de R&D (como medida de intensidad o niveles de empleo) entre las empresas involucradas y las no involucradas en adquisiciones[111].

D. Las explicaciones expropiatorias de no maximización del valor

Hay cuatro explicaciones de no maximización del valor acerca de las adquisiciones. Las primeras tres están relacionadas con todas las formas de administración: la diversificación, el autocrecimiento y el libre flujo de caja por los adquirentes. La cuarta, la hipótesis de la arrogancia (*hubris*) es una explicación *ex-post* de no maximización del valor (una vez la oferta es hecha) y no necesariamente *ex-ante*: los gerentes pueden pensar aumentar al máximo los precios de las acciones de su capital por una adquisición pero ellos sobrevalúan las ganancias de la transacción.

1. La diversificación

Una explicación de las adquisiciones que se enfoca en las fusiones de conglomerados es la diversificación: fusionando dos capitales se reduce el riesgo. Si el flujo de caja de las empresas fusionadas no es perfectamente positivo y correlacionado, entonces se incrementará la capacidad de endeudamiento y el riesgo de insolvencia disminuirá. El beneficio de la reducción en la variabilidad del flujo de caja no puede lograrse mediante cualquier empresa por separado, y es así que puede ser clasificada como una ganancia por sinergia financiera. Adicionalmente, porque el capital intangible o de «buena voluntad» que construye la empresa puede evitar caer en una situación de insolvencia, la diversificación diminuye el riesgo de insolvencia y preserva el valor de la reputación y del capital.

---

[106] NETTER, Jeffry. «Ending the Interest Deductibility of Debt Used to Finance Takeovers Is Still a Bad Idea: The Empirical Evidence on Takeovers. Restrictions on Takeovers. and Restrictions on Deducibility or Interest». J. CORP. L. No. 15. pp. 219-231. 1990.

[107] HAN CHAN, Su; MARTIN, John D. y John W. KENSINGER. «Corporate Research and Development Expenditures and Share Value». J. FIN. ECON. No. 26. p. 255. 1990; MCCONNELL, John J. y Chris J. MUSCARELLA. «Capital Expenditure Decisions and Market Value or the Firm». J. AN. ECON. No. 14. p. 399. 1985. Sec Office Of Chief Economist. Institutional Ownership. Tender Offers And Long Term Investments.

[108] STEIN, Jeremy C. Op. cit.

[109] MUELBROEK, Lisa K y otros. «Shark Repellants and Managerial Myopia: An Empirical Test». J. POL. ECON. No. 98. p. 1108. 1990.

[110] HALL, Bronwyn H. «The Impact of Corporate Restructuring on. Industrial Research and development» En: Brookings Papers On Economic Activity: .Microeconomics 1990. Op. cit. p.85; HALL, Bronwyn H. «The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development». En Corporate Takeovers: Causes And Consequences. Op. cit. p. 69. SMITH. Op. cit.

[111] HALL, Bronwyn H. «The Effect...» Op. cit.; LICHTENBERG, Frank R. y Donald SIEGEL. «The Effects...» Op. cit. Hall encuentra algunas evidencias de la disminución de intensidad en R&D con el incremento del financiamiento en las adquisiciones, pero como la mayoría de adquisiciones financiadas no ocurre en las industrias donde el R&D es importante, ella no puede determinar el significado de la disminución, por ejemplo, si una empresa en principio con capital neto positivo presenta un proyecto de valuación o hay, en efecto, oportunidades de innovación poco atractivas. HALL, Bronwyn H. «The impact...» Op. cit.

Una explicación de la diversificación puede resultar importante en las fusiones bancarias. Como Hawawini y Swary señalan, los reguladores imponen requisitos de solvencia a las empresas bancarias que se manifiestan a través un capital adecuado e implícitamente definen los límites superiores de su insolvencia, generando de esta manera a los bancos un incentivo para diversificar[112]. Además, los bancos son vistos como empresas que tienen una inversión importante en intangibles y trato al cliente, ello aumenta su posibilidad de evitar la insolvencia[113]. Hawawini y Swary proveen otro argumento a favor de la tesis de diversificación: las fusiones entre los bancos con un retorno por acción bajo son asociadas con retornos anormales significativamente superiores que los retornos relacionados con las fusiones más altas, y la variación del retorno de las acciones del banco adquirido disminuyen significativamente en la fusión[114]. Pero aparte del caso particular de las fusiones bancarias, la explicación no es convincente. La moderna teoría financiera indica que la diversificación no aumentará el valor de mercado de las entidades fusionadas más allá de la suma de los valores separados de las dos compañías, porque los inversionistas pueden diversificar de una manera más barata diversificando sus portafolios de acciones (comprando y compartiéndolas en dos compañías).

Además, si los inversionistas diversifican, entonces ellos no son beneficiados si la compañía reduce su propio riesgo, y en consecuencia, no gastarán en reducir tal riesgo. Esto es porque los inversionistas que diversificaron están interesados solamente en el mercado o en el riesgo sistemático y no en el riesgo idiosincrásico o específico de la empresa[115]. En consecuencia, el valor de la empresa fusionada no será mayor que la suma de sus partes[116]. Más aún, el riesgo de reducción del flujo de caja recae en el gasto de los accionistas, la transferencia de riqueza del capital a los tenedores de deuda, así como el riesgo de insolvencia ha disminuido, los cuales incrementan el valor de la deuda existente, y correspondientemente disminuyen el valor del capital. De hecho, Galai y Masulis señalan que el nivel de deuda en una empresa fusionada debe aumentar si el capital valorado en la pre-adquisición es mantenido[117].

Sin embargo, en algunas situaciones, la diversificación personal puede ser más costosa que la diversificación a nivel de empresa, y no podemos rechazar esta explicación. Por ejemplo, considere a un inversionista que compró una acción de IBM en 1955. El precio de su parte ha subido veinte veces, y puede tener una carpeta no diversificable. Si vende alguna acción de IBM para diversificar, tendría que pagar un impuesto sustancial por la venta. Este inversionista prefiere que IBM reduzca su riesgo diversificando sus funcionamientos[118].

Un candidato más creíble es el inversionista fundador, el jefe ejecutivo y accionista mayoritario de una sociedad de accionariado difundido. A largo plazo, tal inversionista tendrá un problema similar al del accionista de IBM; aunque es adinerado, todos sus huevos están en una sola canasta: su compañía. Si vende sus tenencias para diversificar, es probable que deba pagar un fuerte impuesto y pueda tener que abandonar el mando. En tal situación puede resultar beneficioso para el inversionista unirse con una empresa que tenga un diferente giro del negocio. Entonces tendrá, por lo menos, dos canastas. El punto de estos ejemplos es que alguien que es incapaz de diversificar podría beneficiarse con la diversificación a nivel de empresa. Sin embargo, estos ejemplos no son aplicables a la mayoría de las sociedades de accionariado difundido ni a la mayoría de los inversionistas.

Mientras la mayoría de los accionistas no encuentra la diversificación de su portafolio y no se presentan por consiguiente los beneficios de la diversificación, hay un grupo especial de individuos que se benefician de tales costosas diversificaciones: los gerentes

[112] HAWAWINI, Gabriel A. y SWARY, Itzhak. Op. cit.
[113] Ibid.
[114] Ibid. p. 107, 146.
[115] ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. y Jeffrey F. JAFFE. «Corporate Finance» 2° edición. 1990.
[116] Las industrias Kaiser son un excelente ejemplo. Kaiser era una compañía principal cuyos recursos eran participaciones de control en tres compañías de accionariado difundido en operación; su acción, sin embargo, era comerciada con un descuento sustancial de su verdadero valor de mercado. GILSON. Op. cit. p. 624.
[117] GALAI, Dan y Ronald W. MASULIS. «The Option Pricing Model and the Risk Factor or Stock». J. AN. ECON. No. 3. pp. 53, 68-69. 1976.
[118] Los fondos mutuos proporcionaron a tales inversionistas una buena opción para diversificar sin costos tributarios –los inversionistas contribuyeron sus diferentes acciones a un fondo mutuo para realizar un intercambio libre de impuestos. Ver CHIRELSTEIN, Marvin A. «Tax Pooling and Tax Postponement -The Capital Exchange Funds», YALE L.J. No. 75. p. 183. 1965. La provisión de la incorporación, I.R.C. § 351 se enmendó en 1966 para imponer un impuesto a estas transacciones. Ver Pub. L. No.89-809, § 203(c)(1966).

de la sociedad. Las preferencias de riesgo de los gerentes y de los accionistas difieren: la riqueza de los gerentes se ata a sus empresas, y al contrario de los accionistas, ellos no pueden diversificar. Las imperfecciones en el mercado de capitales se dan debido a las preocupaciones morales referentes a prevenir que los gerentes estén en capacidad de pedir prestado el total del valor de sus ingresos futuros en la empresa, lo cual les permitiría que diversificaran su riqueza. Así pues, los gerentes están sujetos al riesgo específico de la empresa. Asumiendo que son adversos al riesgo, buscarán reducir ese riesgo, acción que está en conflicto directo con la preferencia por el riesgo de los accionistas. En tal sentido, los gerentes se comprometerán en fusiones que reduzcan el riesgo específico de la empresa para diversificar sus propios portafolios[119].

La diversificación a nivel de empresa probablemente viene a ser un costo para los accionistas diversificados cuando las empresas pagan una prima por la adquisición. Esta explicación de las adquisiciones se configura en la discusión del problema principal-agente: las fusiones son transacciones que no maximizan el valor pues benefician a los gerentes a expensas de los accionistas. Los inversionistas asumen los costos de la fusión diversificando pero no reciben un beneficio correspondiente porque se diversifican y por consiguiente, no están involucrados en el riesgo específico de la empresa. En consecuencia, un motivo de diversificación para las fusiones se vincula a la transferencia de riqueza de los accionistas a los gerentes.

Sin embargo, nosotros podríamos dar un giro de maximización del valor a esta explicación de no maximización del valor. Porque el riesgo de los gerentes es reducido por la diversificación, los accionistas pueden estar dispuestos a pagarles menos en compensación.

El riesgo reducido también puede animar a los gerentes a hacer inversiones en capital humano específico de la empresa, lo cual es valioso para los accionistas. Si estas posibilidades ocurren, entonces tanto accionistas como gerentes ganarán de la diversificación de las adquisiciones, y dichas transacciones no deberían caracterizarse, por consiguiente, como transacciones de no maximización del valor (asumiendo que cualquier pérdida de eficiencia de la diversificación de la fusión no sumerge las ganancias de la reducción de compensación o el incremento de capital humano).

Hay alguna evidencia consistente con la explicación de no maximización del valor en la diversificación. Amihud y Lev y Lloyd, Modani y Hand encontraron que las empresas supervisadas por sus gerentes se comprometerán a diversificar más que las empresas supervisadas por sus propietarios, y el ingreso y el funcionamiento de las empresas supervisadas por sus gerentes se diversificará más que el de las empresas controladas por sus dueños[120]. Pero para distinguir concluyentemente entre las variantes de la explicación de maximización del valor y las de no maximización del valor, necesitaríamos información adicional que es controlada en los niveles ejecutivos de compensación.

2. El autocrecimiento

La explicación de la reducción del riesgo de los gerentes por diversificación es un subconjunto de lo que generalmente puede describirse como la perspectiva gerencial de la empresa. La motivación para una adquisición es la maximización de la utilidad del gerente en lugar de la maximización de la riqueza de los accionistas, o más simple que eso, el autocrecimiento. El riesgo puede ser una preocupación, pero el poder puede ser la meta, y éstas son de hecho las explicaciones gerenciales más tradicionales de las adquisiciones[121].

Si la perspectiva gerencial de la empresa explica las fusiones, entonces esperaríamos una correlación negativa entre los postores y los retornos de la empresa adquirida. Weston, Chung y Hoag han encontrado una correlación positiva significativa en el puro conglomerado y en la extensión de la producción de las fusiones inconsistente con la perspectiva gerencial. Sin embargo, hay estudios que sirven de soporte para esta tesis. Lewellen, Loderer, y Rosenfeld encontraron que hay una relación positiva entre los ingresos anormales de los adquirentes y la propiedad de las acciones de la dirección[122]. Esto indica que los motivos

[119] AMIHUD, Yakov & Baruch LEV. «Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers». BELL J. ECON. No. 12. p. 605. 1981.
[120] Ibidem; LLOYD, William P.; MODANI, Naval K y John H. HAND. «The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value and Merger Activity». J. BUS. RESEARCH No. 15. p. 303. 1987.
[121] Ver, por ejemplo, MARRIS, Robin «A Model of the «Managerial» Enterprise» Q.J. ECON. No. 77. p. 185. 1963.
[122] LEWELLEN, Wilbur; LODERER, Claudio y Ahron ROSENFELD. «Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms». J. ACCT. & ECON. No, 7. p. 209. 1985.

de la perspectiva gerencial pueden ser importantes cuando los incentivos de la dirección para actuar en interés de los accionistas son débiles. Además, Byrd y Hickman encuentran que hay una relación positiva entre los ingresos anormales de los adquirentes y la independencia de sus consejos de dirección. Los ingresos anormales son significativamente negativos cuando menos de la mitad del consejo está fuera del directorio, e insignificantemente negativos cuando la mayoría es independiente, y la diferencia entre los dos grupos es significativa[123]. Esto sugiere que sea probable que los gerentes que no son supervisados se comprometan a no maximizar el valor de las adquisiciones. Finalmente, Mitchell y Lehn han encontrado que los malos postores que hacen buenas empresas adquiridas son pertinentes en este punto. Mientras sostiene que Manne está disciplinando la historia con respecto a las adquisiciones, también apoya a la perspectiva gerencial, ello indica que por lo menos algunas adquisiciones son rotundamente inconcebibles[124].

3. El libre flujo de caja desde el lado de los adquirentes

Mientras el énfasis en la teoría del libre flujo de caja está en la empresa adquirida, el adquirente puede tener ahora también dinero en efectivo libre. Haciendo una adquisición usa el exceso del dinero en efectivo. Esta variante de la explicación del libre flujo de caja es un ejemplo de una explicación de no maximización del valor en las adquisiciones. Sin embargo, la adquisición puede generar menos desperdicio que los gastos alternativos que los gerentes desembolsarían en su ausencia. Como con la explicación de la diversificación, la explicación del libre flujo de caja es un juicio incidental de la explicación más general del autocrecimiento.

Varios estudios proporcionan evidencia consistente con esta explicación. Los adquirentes experimentan retornos anormales positivos antes de una adquisición[125], pero ellos también tienen bajos ratios q de Tobin[126]. Estos resultados sugieren que los adquirentes tengan dinero en efectivo libre[127]. El apoyo más directo viene del estudio de Mitchell y Lehn sobre los postores que llegaron a convertirse en objetivos de una adquisición: los gerentes que son disciplinados como consecuencia de una toma de control son aquellos que se comprometieron en las adquisiciones con un valor presente neto negativo, es decir, aquéllos que gastaron el libre flujo de caja.

Mitchell y Lehn encuentran que esto es mejor explicado por la teoría del libre flujo de caja que por la perspectiva gerencial general. Puede entenderse como una unión entre Marris (la explicación gerencial) y Manne (explicación de la gerencia ineficiente), porque para ambos las tomas de control son el epítome del problema de la agencia y a la vez su solución. Específicamente, las empresas cuyos gerentes se comprometen a no maximizar el valor en las adquisiciones - gastando el libre flujo de caja- son adquiridas por ellos mismos, manteniendo la hipótesis de la reducción del costo de agencia con la teoría de que las adquisiciones disciplinan a los gerentes.

Finalmente, un reciente estudio realizado por Lang, Stulz y Walkling mantiene un fuerte apoyo a esta explicación[128]. Ellos encuentran que un incremento de 1% en el libre flujo de caja en el total de los recursos de un postor está asociado con una disminución de 1% en la ganancia del postor en la adquisición sobre su acción ordinaria. Además, el libre flujo de caja explica más de la variación en el retorno del postor que otras variables, tales como el número de postores, la resistencia de la gerencia de la empresa objeto, y el tamaño del postor respecto a la empresa adquirida. Sin embargo, su información no representa un adecuado sustento para apoyar

[123] BYRD, John y Kent HICKMAN. «Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids». 1991. (artículo inédito ubicado en la biblioteca de la autora).

[124] El problema de la información propuesta por Mitchell y Lehn respecto a la perspectiva gerencial es que algunos adquirentes experimentarán ingresos anormales positivos. MITCHELL, Mark L. y Kenneth LEHN. «Do Bad...» Op.cit. Este no debería ser el caso si las adquisiciones fueron motivadas desde una perspectiva gerencial.

[125] ELLERT, James C. Op. cit.

[126] LANG, Harry P.; STULZ, Rene y Ralph A, WALKLING. Op. cit.; SERVAES, Henri. Op. cit.

[127] A diferencia de las empresas adquiridas, las adquirentes de la muestra de Servaes no tienen menos dividendos que otras sociedades similares, aunque éstas no tengan más bajos niveles de deuda y erogación de capital. Ibid. Ver pie de página 62. Las dos últimas diferencias son, sin embargo, menores que las diferencias entre las empresas adquiridas y sus similares.

[128] LANG, Harry P.; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. «A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns» J. FIN. ECON.No. 29. p. 315. 1991.

la explicación de la expropiación en la que la riqueza es transferida de los adquirentes a los adquiridos, porque el retorno de la adquirida no es afectado por el flujo de caja del postor.

4. La arrogancia y maldición del ganador

Roll ha expuesto otra explicación de la perspectiva gerencial denominada «la hipótesis de la arrogancia»[129]. En este punto de vista, los gerentes buscan maximizar el valor en las adquisiciones, pero cometen errores y sobrevaloran las empresas objeto (o sus habilidades). Cuando el precio de las acciones cae en el anuncio de la oferta, los gerentes no consideran esta advertencia como causante de su error. Más bien, ellos se infectan de orgullo y persisten creyendo que su valoración es la correcta y que el mercado está equivocado. Su arrogancia les impide admitir su error y cancelar el trato y terminan pagando demasiado por la empresa objeto. La transacción se convierte en un traslado de riqueza de los accionistas de la adquirente a los accionistas de la adquirida.

La tesis de Roll se relaciona con el fenómeno de la maldición del ganador de las subastas[130]. Cuando el valor del artículo subastado es incierto para los postores, la persona que ha sobrestimado el valor será el ganador. Esto es porque un error positivo en la evaluación produce una oferta premiada, pero un error negativo no lo hace. La intuición es que el postor ganador paga demasiado - por eso él es el ganador. Ganar es una mala noticia (una «maldición») porque significa que las estimaciones de todos los otros postores eran más bajas. Es decir, el ganador tenía un error positivo de evaluación más alto[131]. Esta explicación no implica que la adquisición sea *ex-ante* una transacción de valor presente neto negativo (no maximización del valor); más bien, esto ocurre *ex-post*, una vez que hay competencia y una subasta para adquirir la empresa.

Los retornos negativos para las empresas postoras en los años ochenta, cuando aumentaron las subastas para las tomas de control, prestan apoyo a la hipótesis de Roll[132]. Además, Varaiya ha encontrado que los postores pagan demasiado: la diferencia entre ganar la oferta (el retorno anormal) y el valor de mercado combinado del postor y las empresas adquiridas es positiva y significativa (es decir, hay un sobrepago)[133]. Sin embargo, varios investigadores han encontrado que el retorno neto en las adquisiciones es positivo - las ganancias de la empresa adquirida son mayores que las pérdidas del postor[134], indicando que las tomas de control involucran más que una simple transferencia de riqueza de los accionistas postores a los gerentes y accionistas de la empresa adquirida: hay o una ganancia eficiente o una tercera parte que se beneficia con la transferencia de riqueza que acompaña la transacción.

La maldición del ganador o la hipótesis de la arrogancia no es, además, una explicación de equilibrio de largo alcance porque esperamos que los postores aprendan de su experiencia y ajusten sus ofertas (o no las efectúen) para evitar hacerse acreedores de la maldición del ganador[135]. Sin embargo, si muchos postores se comprometen solamente en una transacción, es posible que el mercado no escarmiente. Los intermediarios financieros que aconsejan a los adquirentes son jugadores

[129] ROLL, Richard. «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers» J. BUS. No. 59. p. 197. 1986.

[130] En algunas subastas de adquisiciones, los postores hacen ofertas públicas secuenciales. Porque estos no participan en una subasta con ofertas cerradas, ellos no están sujetos a la maldición del ganador (un postor puede pagar una cantidad sobrevalorada por la empresa sin tener la referencia del monto de la oferta de los otros postores) Sin embargo, estas subastas públicas secuenciales se han vuelto muy raras desde que las empresas adquiridas empezaron a convocar subastas en pliegos cerrados, ello desde mediados de los ochenta, después de la decisión de la Suprema Corte de Delaware en el caso Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986). Ver texto que acompaña la nota de pie de página 141.

[131] VARAIYA, Nikhil. «The Winner's Curse Hypothesis and Corporate Takeovers» Managerial & Decision Econ. No. 9. p. 209. 1988.

[132] BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit. Consideramos que esa información no evidencia la explicación de la arrogancia y maldición del ganador, más bien creemos que evidencia la explicación de la perspectiva gerencial porque el retorno negativo aparece sólo en los años ochenta cuando las subastas fueron relativamente frecuentes. La perspectiva gerencial predecía los retornos negativos para los postores, sin tener en cuenta la existencia de subastas, consideraba las adquisiciones *ex ante* como una transacción de valor presente neto negativo. El retorno positivo en los sesentas (cuando las subastas en pliegos cerrados eran improbables) son inconsistentes con la perspectiva gerencial; pero no con la hipótesis de la arrogancia y maldición del ganador.

[133] VARAIYA, Nikhil. Op. cit.

[134] BRADLEY, Michael; DESAI, Anand y E. HAN KIM. Op. cit.; KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. Op. cit.; LANG, Harry; STULZ, Rene y Ralph A, WALKING. «Managerial Performance...» Op. cit.

[135] Existe evidencia acerca de postores que han ajustado sus ofertas para evadir llevarse el premio de la maldición del ganador. Ver MCAFEE, R. Preston y John MCMILLAN. «Auctions and Bidding». J. ECON. LIT. No. 25. p. 699. 1987; THIEL, Stuart E. «Some Evidence on the Winner's Curse» AM. ECON. REV. No. 78. p. 884. 1988.

repetidos que podrían transmitir el conocimiento requerido a un nuevo cliente pero este rasgo del mercado no puede ayudar en un determinado momento al postor.

En cualquier transacción específica, los intermediarios tienen incentivos para trabajar contra los consejos revisados más adelante, toda vez que no son mejor pagados cuando su cliente gana la subasta. Por consiguiente, la llave es que si los intermediarios sufren un cambio adverso en su reputación al efectuar el cliente un sobrepago, los cuales dependen de si los tratos son ácidos y el cliente hace saber de las malas recomendaciones del intermediario a otros potenciales clientes. A la larga, esperamos que estos efectos ocurran y que los problemas de sobreofertas sean resueltos en el propio mercado de adquisiciones.

Ninguno de los estudios de los retornos para los postores desagrega su muestra por la identidad del adquirente (repetir las mismas compras). Por consiguiente, no sabemos si se está aprendiendo en el mercado de tomas de control (es decir, si los jugadores ofertan mejor o peor que antes). Si encontráramos que se está aprendiendo (si, por ejemplo, los postores no obtienen nuevamente retornos negativos), entonces la preocupación que nos proporciona la información de los retornos anormales negativos demuestra que la conducta sistemática de no maximización del valor por los adquirentes se mitigará.

E. Resumen y conclusión

La discusión precedente -las explicaciones sobre las adquisiciones y su evidencia empírica- se resumen en el Cuadro No. 1. La mayoría de los equipos de investigación es consistente con la explicación de la reducción de los costos de agencia o con la de las ganancias por la sinergia. Sin embargo, hay un escaso apoyo para cualquiera de las explicaciones de expropiación, si las víctimas hipotéticas son tenedores de bonos, trabajadores, consumidores o el mismo gobierno. Hay menos apoyo incluso para las explicaciones de ineficiencia del mercado.

La información es más ambigua en cuanto a las explicaciones de no maximización del valor. Las empresas controladas por la dirección se comprometen en las fusiones y diversifican más que las empresas controladas por sus propietarios y algunos adquirentes obtuvieron retornos anormales negativos en los años ochenta. Pero esta información puede ser también interpretada en consistencia con la explicación de la maximización del valor: la diversificación a nivel de empresa puede reducir los costos de las compensaciones ejecutivas, y la competencia (subastas) reducen los ingresos de los postores y puede llevar a la sobrevaloración (la maldición de ganador). Aún más importante, los beneficios netos de las adquisiciones permanecen positivos cuando el postor y el retorno de la empresa adquirida son cotejados. Este hallazgo socava la interpretación de no maximización del valor porque indica que la ganancia de las adquisiciones es mayor que una simple transferencia de riqueza de los adquirentes a los adquiridos. (Ver Cuadro No. 1).

En consecuencia, leer la literatura como la mayoría consonante con la maximización del valor, refuerza la eficiencia de las explicaciones de las tomas de control. Sin embargo, las diferentes teorías explican sólo subconjuntos de adquisiciones y, aún cuando a través de los estudios empíricos podríamos apuntar en una dirección particular, ninguno es concluyente. Puede haber, entonces, casos de maximización del valor de las adquisiciones así como adquisiciones que transfieren la riqueza de grupos particulares a los accionistas de la empresa objeto, pero éstos deben verse como la excepción, en lugar de verse como la regla general.

II. IMPLICANCIAS REGULATORIAS

Las tomas de control son reguladas bajo un régimen dual de leyes federales y leyes estatales. La legislación federal principal es la Williams Act[136], la cual regula ciertas localidades y señala otros requisitos esenciales en el proceso de tomas de control y es administrada por la *Securities and Exchange Comission* y por las Cortes Federales. El Código Tributario Federal y las leyes antimonopolio también afectan las tomas de control, y la revisión y aprobación del Poder Ejecutivo es requerida para ciertas adquisiciones.

Las leyes estatales de tomas de control se aplican a empresas que se desenvuelven en el estado legislado, aunque algunas leyes también se extienden a empresas que operan físicamente en el estado. Mientras los primeros estatutos estatales (primera generación) que establecen transparencia y requisitos para las

[136] Pub. L. No.90-439. 82 Stat. 454 (1968) (modificada por 15 U.S.C. §§ 78g, 78l-78n, 78s (1988)).

ofertas fueron derribados por un precedente que los declaró inconstitucionales por afectar el comercio interestatal en Edgar v. MITE Corp.[137], los estatutos subsecuentes (segunda generación), impusieron restricciones en los derechos de elección de los adquirentes, fueron levantados en CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America[138]. El principal mecanismo de regulación estatal es, sin embargo, el judicial, porque las Cortes vigilan el proceso de oferta, y pueden inmunizar por eso las tácticas defensivas de las gerencias. Porque la segunda generación de los estatutos y las tácticas defensivas judicialmente sancionadas van más allá de lo señalado en la Williams Act sobre los postores, los estados se han vuelto la jurisdicción más importante para la regulación de las tomas de control.

Esta sección busca explicar los efectos intencionales e imprevistos de este régimen regulador dual, señalando los espacios en donde se equivocan los legisladores o políticos y los espacios en los cuales no se equivocan, además de los espacios en los cuales la información no nos permite esbozar conclusiones. No es una revisión exhaustiva. Más bien es selectiva pues enfoca las partes que son consideradas regulaciones críticas. Para facilitar la exposición, la discusión se organiza por el contenido sustantivo de la regulación, en lugar de su fuente (federal, estatal o judicial), aunque en algunas ocasiones éstas son términos similares. Para ver de antemano el fondo de la sección, remítase a revisar el Cuadro No. 2.

A. La regulación de fomento de las subastas para tomas de control

Uno de los efectos primarios de la regulación de las tomas de control es la facilitación de las subastas para las empresas objeto, cualquier legislación que retarda la consumación de una puja hostil, por ejemplo, incrementa el tiempo para que otro postor entre a la puja atendiendo una solicitud de la empresa objeto o una proveniente de otro lado. La regulación federal lleva más allá las subastas a través de períodos de oferta mínimos de la Williams Act, el retiro obligatorio corrige el 5% de requerimientos revelados de acumulación[139] y la notificación de la pre-fusión, informando y esperando el período de requerimientos de la Hart-Scott-Rondino Act[140].

Las subastas han sido también promovidas a nivel estatal. La primera generación de estatutos estatales de tomas de control, la cual descubre y escucha requisitos se ha extendido sobre las condiciones de la Williams Act, fueron seguidas por el control de la segunda generación de normas sobre adquisiciones, las cuales requieren a los postores a esperar una reunión de los accionistas antes de que ellos puedan comprar acciones con todos los derechos políticos. Estos estatutos retardan la realización de las ofertas. Es más, las reglas de deberes fiduciarios de la corte de Delaware, como fueron expuestas en Revlon, Inc., v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.[141], ordenaron a los gerentes a maximizar el precio que los accionistas reciban cuando su compañía se ponga a la venta, y convoquen a una subasta[142]. Finalmente, la táctica defensiva principal de los gerentes, las *poison pill*[143], también promueve las subastas, así como permite a la junta directiva

---

[137] 457 U.S.C. 624 (1982).

[138] 481 U.S. 69 (1987).

[139] Anteriormente, las provisiones contra el fraude de la norma también facilitaban las subastas porque, hasta las *poison pills* proveían una mejor defensa, los gerentes de la empresa objeto contaban con procesos bajo regulaciones que generaban tiempo para encontrar un pretendientes preferidos.

[140] 15 U.S.C. § 18a (West Supp. 1991)

[141] 506 A.2d 173 (Del. 1986).

[142] Los requerimientos de las subastas pueden transmitir la pregunta si las adquiridas se han puesto ellas mismas a la venta. Ver por ejemplo 571 A.2d 1140 (Del. 1990). Aún más, las Cortes aprueban varias técnicas que pueden burlar las subastas, tales como subastas pasivas, Barkan v. Amsted Indus., 567 A.2d 1279 (Del. 1989), y fusiones aprobadas por los accionistas, Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation, Civ. No.11495 (Del. Ch. Sept. 6, 1990), la regla de la subasta de *Revlon* fue reducida en Paramount Communications v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (del. 1990), la cual, definiendo lo que constituye las condiciones de venta de una empresa, en su más amplia lectura, eximió las fusiones acción por acción Herd v. Major Realty Corp., Civ. No.10707 (Del. Ch. Dec. 21, 1990).

[143] Una *poison pill* es un derecho del plan del accionista mediante el cual los problemas de la empresa tienen una garantía en cada parte de la acción ordinaria (excepto las propiedades por las que ponen en funcionamiento los accionistas) que da a los accionistas la opción de adquirir una acción preferente a un menor precio. El derecho es eventual sobre la ocurrencia de un postor que ofrezca por el común de las acciones o una acumulación de un bloque de acciones ordinarias. Las acciones preferentes tienen un dividendo superior y derechos de liquidación y son convertibles en acciones del adquirente, si la acción ordinaria es intercambiada en una fusión. La junta directiva puede recuperar sus derechos por un monto insignificante en el caso de los ofertantes, pero los derechos llegan a ser no recuperables sobre el bloque de adquisición.

negociar una *redemption pill* con el postor preferido. Pero por adjudicación cuando una *poison pill* es reembolsada, las Cortes pueden reemplazar las juntas directivas como subastadores reales, porque no sólo reprimen el proceso de subasta que la junta directiva escoge, sino también deciden cuándo la subasta concluirá[144].

La adopción uniforme y persistente de regulaciones que facilitan los aumentos de subastas generan una pregunta obvia: ¿las subastas son deseables? Para facilitar la exposición, la pregunta será dividida en dos partes: si las subastas son deseables en absoluto o en determinados casos.

1. ¿Las subastas deben fomentarse en absoluto?

La práctica de fomento de las subastas de tomas de control es asunto de un debate lento en la literatura legal. Muchos comentaristas mantienen que las subastas reducen el número de tomas de control porque la competencia incrementa el precio de la prima de control y reduce los ingresos de los postores y, por consiguiente, les hace ofrecer en primer lugar[145]. Si las tomas de control son un mecanismo para reducir costos de agencia, la consecuencia de las subastas es aumentar el ocio en los directivos, como una disminución en las ofertas se traduce en una reducción en el mercado para la fuerza disciplinaria del mando corporativo. Mientras una subasta aumenta los ingresos *ex post* de una toma de control a una empresa objeto específica, reduce *ex ante* la probabilidad de una toma de control, por eso relaja las preocupaciones externas de los gerentes. Así pues, los accionistas son perjudicados por regulaciones que promueven las subastas. La explicación de la reducción de los costos de agencia es central para esta posición, la cual concluye que la política de fomento de regulación de las subastas es indeseable.

Otros comentaristas cuestionan la importancia de un efecto adverso de las subastas en el número de ofertas de la toma de control. Desde su punto de vista, los postores tienen medios alternativos parar resarcir su inversión (que ellos acumularon antes de hacer la oferta en la postura ganadora)[146] y los costos de búsqueda son bajos (posiblemente un resultado del papel jugado por los intermediarios financieros en el proceso de oferta); por consiguiente, las subastas no reducirán el número de ofertas iniciales, o cualquier disminución será insignificante[147]. Además, si las empresas adquiridas buscan postores, entonces permitirán subastas que refuercen sus incentivos para maximizar sus inversiones en los recursos (para aumentar su atractivo a los adquirentes) así como para proporcionar la información a los postores potenciales[148].

Algunos incluso han cuestionado si hay ganancias sociales de búsqueda. Hirshleifer muestra que puede haber sobre inversión ineficiente en la producción de información (al ser «primera» materia, como se hace en la compra de la acción ordinaria en información privada), y Bebchuk indica que este análisis es aplicable a las tomas de control[149]. Finalmente, las explicaciones de sinergia sobre tomas de control hacen pensar en un papel útil de las subastas: asegurando que la adquirida se obtiene por el postor que la valoró más (el postor con la ganancia de sinergia más alta de la adquisición)[150]. En este caso, una subasta puede ser un mecanismo más barato que una serie de reventas para mover los recursos al usuario que los valora más[151].

---

[144] Mills Acquisition Co. v. MacMillan. Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) (*auction must be fair*): Grand Metropolitan P.L.C. v. Pillsbury Co., Civ. No. 10319 (Del. Ch. Dec. 16, 1988) (mandando la redención de la *poison pill*)

[145] EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. «The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer». HARV. L. REV. No. 94. p. 1161. 1981; SCHWARTZ, Alan. «Search Theory and the Tender Offer Auction». J.L.. ECON.. &. ORG. No. 2. p. 229. 1986.

[146] El éxito de esta estrategia es limitado por restricciones federales y estatales en el número de acciones que el postor puede acumular antes de hacer su oferta. Los tenedores del 5% de las acciones de la empresa pueden revelar su propiedad e intenciones dentro de 10 días de la adquisición bajo la *Williams Act* y las adquisiciones de bloques de tamaños variados activando las normas estatales punitivas de tomas de control. Para una discusión, vea la Parte II.C.

[147] BEBCHUK, Lucian A. «The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension». STAN. L. REV. No. 35. p. 23. 1982; GILSON, Ronald J. «Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense». STAN. L. REV. No. 35. p. 51. 1982.

[148] HADDOCK, David D.; MACEY, Jonathan R. y Fred S. MCCHESNEY, «Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers», VA. L. REV. No. 73. p. 701. 1987.

[149] HIRSHLEIFER, Jack. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity». AM. ECON. REV. No. 61. p. 561. 1971; cf. BEBCHUK, Lucian A. «The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Last (?) Reply». J.L.. ECON.. & ORG. No. 2. pp. 253, 261. 1986.

[150] CRAMTON, Peter y Ian SCHWARTZ. «Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation». J.L.. ECON. & ORG. No. 7. p. 27. 1991. Para una elaboración de este argumento, ver Parte II.A.2.

[151] BEBCHUK, Lucian. Op. cit. GILSON, Ronald. Op. cit.

La literatura económica no puede dirimir este debate rápidamente. Para hacer ello de una manera convincente nosotros necesitaríamos conocer lo inconocible -como cuántas tomas de control habrían habido si se hubieran realizado subastas no permitidas. Pero hay alguna investigación sugestiva en el efecto de las regulaciones que fomentan las subastas, y ésta tiende a apoyar a los opositores de las subastas. Los ingresos del postor tendieron a ser negativos después de que se promulgaron las leyes de tomas de control estatales y de la formación de las *poison pills* como táctica defensiva[152]. Además, las empresas con programas de adquisición activos experimentaron los efectos negativos del precio de la acción en la promulgación de la Williams Act[153]. Asimismo, las subastas incrementan las primas[154] y el número de subastas y el tamaño de las primas aumentaron después de que se promulgaron la Williams Act y los estatutos de tomas de control estatales[155]. Esto sugiere que los postores pagan más en regímenes que facilitan las subastas, los cuales reducen sus ingresos. Por lo tanto, estos regímenes detendrán a los adquirentes para hacer sus ofertas. Sin embargo, estos aumentos de las primas no pueden deberse a la Williams Act. Nathan y O'Keefe sugieren que cualquier impacto de esta norma fue, a mejor, retardado, cuando encontraron que las primas por las tomas de control se incrementaron significativamente después de 1974 y no después de 1968[156]. Además, Franks y Harris encontraron que las primas por las tomas de control aumentaron en el Reino Unido después de 1968, lo cual sugiere que los aumentos que Jarrell y Bradley encontraron en los Estados Unidos después de 1968 pueden no ser atribuibles a la Williams Act[157].

Algunos estudios proporcionan evidencia que se dirige al efecto de subastas en la incidencia de las ofertas. Jarrell y Bradley encontraron que el número de ofertas disminuyó más después de la Williams Act que el número de adquisiciones[158]. La comparación significa un apoderamiento como un mando para otras variables económicas que afectan estas transacciones. Los autores concluyen que la Williams Act ha desincentivado a los postores. Desgraciadamente, ellos no parecen haber demostrado si la diferencia en el declive por los dos grupos es significativa, y no indican la incidencia relativa de subastas para las dos muestras. Estas omisiones debilitan su conclusión acerca del efecto de la Williams Act.

Hackl y Testani encuentran que los estados que adoptaron los estatutos de tomas de control de segunda generación tuvieron un aumento menor en el número de tomas de control que los estados que no los adoptaron (controlando por el número de empresas incorporadas en un estado)[159]. Esto sugiere que la regulación que promueve las subastas enfría las tomas de control. Pero ellos también encuentran que las primas de la oferta no varían significativamente al ser regulados o no regulados por los estados, y que regulando los estados no experimentan más subastas que los que no se acogieron a los estatutos. Mientras el nivel similar de actividad de las subastas puede explicar la diferencia insignificante en el nivel de las primas en los dos juegos de estados, esta información

---

[152] BRADLEY y otros. «Synergistic gains ...» Op. cit.

[153] SCHIPPER y THOMPSON. «Evidence on the ...» Op. cit. SCHIPPER y THOMPSON. «The impact ...».

[154] BRADLEY y otros. «The rationale behind...» Op. cit . JARREL. «The wealth...»

[155] GUERIN-CALVERT, Margaret; MCGUCKIN, Robert H. y Frederick R. WARREN- BOULTON. «State and Federal Regulation in the Market for Corporate Control». ANTITRUST BULL No. 32. p. 661. 1987; JARREL, Gregg A. y Michael BRADLEY. «The Economic Effects or Federal and State Regulations or Cash Tender Offers». J.L. & ECON. No. 23. p. 371 1980. Una explicación alternativa sobre esta información es que el mercado de adquisiciones cambió al final de los ochenta con la emergencia de los postores financieros (equipo de inversionistas LBO) como oposición a los adquirentes quienes fueron operadores de la empresa, un cambio que ocurrió independientemente de la existencia de la regulación pro subastas. Estos nuevos postores estuvieron queriendo y habilitando un alto pago debido al quiebre de valoración anticipada, mientras los incentivos de sus intermediarios financieros exacerbaron cualquier tendencia de sobrepago, como *fees* dependiendo de la valoración del trato. Sin embargo, somos escépticos de la independencia de esta explicación de tendencia temporal en el retorno del postor de los cambios de la regulación, porque cualquier presión de los intermediarios sobre los postores a efectuar sobrepagos tendrían éxito solamente si la amenaza de una subasta fuese probable.

[156] NATHAN, Kevin S. y Terrence B. O'KEEFE, «The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study», J. FIN ECON. No. 23. p. 101. 1989.

[157] FRANKS, Julian R. y Robert S. HARRIS, «Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985". J. FIN. ECON. No. 23. pp. 225, 238. 1989.

[158] JARREL, Gregg A. y Michael BRADLEY. «The Economic...» Op. cit.

[159] HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study». YALE L.J. No. 97. p. 1193. 1988.

implica que el intercambio previsto de una prima superior para una reducida probabilidad de tomas de control no se comprende a través de la regulación[160]. Es posible que los estatutos estatales de tomas de control no produzcan más subastas porque los postores se comprometen en una oferta privilegiada (ellos hacen las ofertas iniciales a precios suficientemente altos para detener la competencia) cuando se enfrentan con una subasta potencial. Los niveles equivalentes de primas por los estados con y sin regulación es consistente con esta posibilidad, porque la oferta privilegiada no necesita maximizar los réditos de la adquirida[161]. En todo caso, no hallar ningún intercambio o primas superiores para menos ofertas socava la posición de los defensores de la subasta, porque indica que una política de fomento de las subastas no puede maximizar los réditos de la adquirida ya sea *ex ante* o *ex post*.

2. ¿Las subastas deben ser fomentadas en casos específicos?

Mientras no se pueda determinar concluyentemente si deben prohibirse las subastas, se puede examinar si, una vez hecha una oferta, sosteniendo una subasta, ésta es más razonable en algunas circunstancias que en otras. Hay una extensa y muy sofisticada literatura económica que analiza las subastas e identifica los procedimientos que son eficientes y que aumentan al máximo los ingresos de los vendedores (es decir, obtiene el objeto subastado el usuario que lo valora más)[162]. Cramton y Schwartz aplican los resultados de esta literatura para adquirir en las subastas y enfatizan que la política óptima está en función del ambiente en que se desarrolla la subasta[163]. Éste es un acercamiento prometedor porque es cuestionable si la investigación empírica puede resolver el debate de la subasta más general, de una manera convincente.

Hay dos ambientes prototípicos en el mundo de las subastas: (i) valor común y (ii) valores independientes. En una subasta de valor común, el valor del objeto subastado es el mismo para todos los compradores. Mientras que en una subasta de valores independientes, cada comprador valora el objeto de manera diferente. El ejemplo paradigmático de una subasta de valor común es la concesión de un yacimiento de petróleo (cualquier comprador obtendrá el mismo rédito del petróleo extraído) y, el de una subasta de valores independientes es la venta de una antigüedad (los compradores tienen gustos diferentes y por consiguiente identifican diferentes valores al poseer el objeto)[164].

Cramton y Schwartz sostienen que, mientras la política actual no haga distinciones, la regulación de tomas de control debería diferenciar por tipo de subasta porque el número óptimo de postores difiere contextualmente: es deseable para restringir el número de postores en el contexto de valor común, pero no en el caso de valores independientes. Como ellos detallan, los postores pueden ser inducidos a entrar o salir de una subasta por el uso juicioso de impedimentos o trabas y de pagos desordenados; así el uso de estos artificios debe ser contrastado con el ambiente de la subasta.

Diferentes explicaciones de las tomas de control están relacionadas con diferentes tipos de subasta, y eso ayuda a establecer cuándo deben ser aplicadas las diferentes reglas de la subasta. Si una toma de control se emprende para lograr ganancias por sinergia, entonces la escena de la subasta es una de valores independientes porque el valor de la empresa adquirida variará con el postor (diferentes postores pueden lograr niveles diferentes de ganancias por sinergia)[165]. En este contexto, una subasta es apropiada porque permite a la empresa adquirida identificar al postor que la valora más alto. La forma óptima de una

[160] Pound encuentra que ciertas enmiendas estatutarias anti tomas de control tienen el mismo efecto: disminuyen la posibilidad de una toma de control pero no incrementan la prima pagada cuando la toma de control ocurre. POUND, John. «The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some Direct Evidence», J.L. & ECON. No. 30. p. 353. 1987.

[161] Cuando para los postores es incierto el valor de la adquirida, un postor con una oferta inicial alta puede disuadir a los otros para investigar el valor de la adquirida porque ellos piensan que el primer postor tiene una más alta valoración. Si el postor de la más alta valoración es uno que disuade, entonces la adquirida no será comprada por el precio más alto posible. CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ. «Using Auction...» Op. cit. p. 43. Más importante, aún si el primer postor es el usuario de más alta valoración, la adquirida puede ser todavía comprada a un precio por debajo de su máximo. Ello es porque la oferta privilegiada puede disuadir el ingreso del segundo postor de más alta valoración, el cual resultará en primer pagador de un precio más bajo.

[162] MILGROM, Paul. «Auctions and Bidding: A Primer». J. ECON. PERSP. No. 3. Summer 1989. p. 3

[163] CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. 150.

[164] En la práctica, los ambientes de la subasta no son puros. Los costos de entrenamiento de las compañías de petróleo pueden diferir, los cuales crean diferencias en la rentabilidad de los compradores y pueden revenderse por antiguas, lo cual resulta en un componente de valor común. El ambiente mixto es llamado como una subasta puesta en correlación.

[165] Ibid. p. 49.

subasta difiere, sin embargo, de si la meta es la eficiencia social (se asegura que el adquirente que valora más alto gana) como oposición a la medida de maximización del rédito (por la cual la empresa adquirida consigue el precio más alto para sus accionistas)[166]. Por ejemplo, una subasta con precio reservado (precio mínimo que el vendedor requiere ofertar) deduce rentas del postor, aumentan las ganancias de las acciones de la empresa adquirida, pero también puede ser ineficiente. Si el precio de reserva está por encima del valor de la empresa adquirida para el postor que la valora más alto entonces las tomas de control fracasarán aunque el valor de la empresa en las manos del postor es más grande que su valor bajo el apoyo de la gerencia.

Si una toma de control es, sin embargo, explicada por una gestión de reducción de costos (eliminando el libre flujo de caja o reemplazando la administración ineficiente) entonces es probable que el ambiente de la subasta sea uno de valor común porque muchos postores podrán mitigar el problema y cada uno obtendrá el mismo valor de la empresa adquirida[167]. J Cramton y Schwartz ofrecen dos prescripciones para la escena de valor común: (1) la junta directiva de la empresa adquirida debe poner la información a disposición de todos los postores; y (2) la junta directiva de la empresa adquirida debe seguir los procedimientos de la subasta inglesa[168]. Ambas prácticas reducen la incertidumbre del postor, y por consiguiente aumentan las ofertas. Esto es porque los postores en las subastas de valor común bajarán sus ofertas por el miedo de la maldición del ganador. Aumentando la información disponible para los postores sobre la empresa adquirida y sosteniendo una subasta inglesa mitigan este problema reduciendo la incertidumbre que genera una baja en los costos de la licitación y reduce la probabilidad de la maldición del ganador.

Cramton y Schwartz llevan más allá su argumento, estableciendo que es indeseable una subasta de valor común comparada con la negociación con un solo comprador. Dado que los costos de la licitación están determinados, mientras el número de postores aumente, la probabilidad de ganar un postor disminuye. Por consiguiente, para mantener el rédito esperado el postor debe reducir su oferta. El rédito de la empresa adquirida es igual a su valor esperado menos la suma de los costos de los postores. Consecuentemente, la empresa adquirida está en mejor posición de reducir el número de postores (no convocando a una subasta), y negociando con un solo postor[169]. Además, esto evitaría la maldición del ganador. Por supuesto, la empresa objeto debe obtener una oferta superior más allá de la limitación, para hacer que ésta valga la pena. Cramton y Schwartz señalan que si las negociaciones fallan, la amenaza de sostener una subasta puede reforzar la posición negociadora de la empresa objeto[170].

Cramton y Schwartz sostienen que una política apropiada de regulación de subastas depende tanto de la conducta anticipada de los gerentes de la empresa adquirida como del ambiente de la subasta. Porque los diferentes ambientes requieren diferentes políticas de subasta, el acercamiento ideal es discrecional: sostener una subasta cuando la adquisición involucra valores independientes pero no sostenerla cuando es una situación de valor común. Sin embargo, si los gerentes de la empresa adquirida no actúan por el interés de los accionistas, entonces una regla que les concede discreción es indeseable, los gerentes desleales usarían esta discreción para derrotar las ofertas manteniendo las subastas cuando no deben, pretendiendo que un caso de valor común sea uno de valores independientes[171].

---

[166] Ibid. p. 40.

[167] Ibid. p. 47.

[168] Ibid. p. 35. Una subasta inglesa es una subasta de ruedas múltiples en las que el postor más alto gana a la reserva del precio del segundo postor más alto. Cada oferta es hecha públicamente, con las ofertas continuando hasta que sólo queda un postor. Cramton y Schwartz sugieren que su análisis muestra una más favorable luz en la conducta de la junta directiva de RJR Nabisco durante las negociaciones de la compra: después de ejecutar una subasta de tipo *sealed-bid*, la junta directiva fomentó otra rueda de ofertas. Ibid. pp. 36, 45. Esto hizo que el proceso de ofertas cierre una subasta inglesa, como el más apropiado procedimiento por maximizar el rédito de RJR en un ambiente de subasta de valor común.

[169] Ibid. p. 35.

[170] Ibid. p. 36. Ellos no discuten el impacto en el éxito de esta estrategia de adopción de su propuesta de ninguna regla de subastas. Ver nota 172, aunque ellos anotan que los adquirentes todavía pagaron las primas en las ofertas del prestamista antes de la promulgación de la *Williams Act* (antes de que las subastas de tomas de control se volvieran comunes).

[171] La batalla por la toma de control de Time-Warner-Paramount puede interpretarse como un ejemplo del mismo problema. La dirección de Time evitó una subasta fusionándose con Warner. Mientras esta conducta (negociando con un aspirante) sería apropiada en un contexto de valor común, ésta era claramente una escena de valores independientes porque las ganancias de sinergia se esperaban de la fusión de negocios complementarios. Por consiguiente, aunque una subasta fue garantizada para aumentar al máximo los réditos, la dirección impidió deliberadamente la subasta.

La preocupación acerca del problema de la agencia lleva a Cramton y Schwartz a pensar en opciones de política determinadas por una ley de promedios: escoge el acercamiento que es consistente con la mayoría de las tomas de control y elimina toda discreción administrativa. Ellos afirman que la mayoría de las tomas de control involucran escenas de valor común y, por consiguiente, proponen una nueva regulación, una prohibición de la subasta. Esto traería consigo la revocación de los estatutos que fomentan las subastas (en particular, el período mínimo de oferta que regula la Williams Act) y los deberes de la Junta Directiva establecidos en Revlon, así como la prohibición de *poison pills*. La política de opción también depende de una tercera variable, la meta de la nueva regulación. Cramton y Schwartz defienden la eficiencia social, en lugar de la maximización del rédito de la empresa adquirida como meta apropiada, la misma que para las subastas de valor común es fomentada por una prohibición de la subasta[172]. Si la meta es en cambio la maximización del rédito de la empresa adquirida entonces una subasta sería recomendable aún en la escena de valor común porque aumentaría réditos comparados con un proceso no regulado en el que los postores dirigen sus ofertas a los accionistas dispersados[173]. Sin embargo, como se discutió anteriormente, es deseable restringir la entrada en una subasta.

Como Cramton y Schwartz señalaron, su propuesta política de prohibir las subastas era provisional porque la evidencia que identifica el ambiente de la subasta común es «escasa»[174]. Si la mayoría de las tomas de control fueran subastas de valores independientes, entonces la política apropiada sería lo contrario de lo que ellos proponen, una sola regla de subastas para todos los casos. Se duda en defender la adopción de la regla general comparada con una aproximación discrecional, por tres razones. Primero, leyendo la información más favorablemente para los argumentos de Cramton y Schwartz, el ambiente de la subasta ha variado clara y dramáticamente con el tiempo: las tomas de control de valor común parecen ser más típicas en los últimos años que en tiempos anteriores, en los cuales el conglomerado y las fusiones (los valores independientes) predominaron[175]. La liquidez en el ambiente de las tomas de control con el tiempo sugiere precaución al aplicar una regla general, porque la opción adoptada no siempre será la apropiada y además cambiar el régimen legal es a menudo difícil y siempre costoso[176].

Segundo, Cramton y Schwartz rechazan una aproximación discrecional por miedo a que la dirección pueda habilitar una subasta por pretexto en los casos de valor común porque mientras el postor litiga para evitar una subasta, la dirección de la empresa objeto ganará tiempo para encontrar a otros aspirantes (en efecto ejecutar una subasta)[177]. Este problema, sin embargo, puede resolverse sin prohibir las subastas. A los adquirentes se

---

[172] CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. p. 45.

[173] Ibid. p. 45.

[174] Ibid. p. 46.

[175] Cramton y Schwartz caracterizan las tomas de control de tipo *bust-up*, las cuales dominaron l panorama en los años ochenta, como subastas de valor común. En esta clase de tomas de control, diferentes recursos y divisiones de la empresa objeto son vendidos a compradores diferentes en industrias relacionadas. Cramton y Schwartz señalan que estas tomas de control deben verse como subastas de valor común porque cualquier postor puede obtener el mismo valor vendiendo pedazos. Sin embargo, la clasificación no es tan limpia como ellos sugieren, y esto enturbia la opción de la política apropiada. Considere la toma de control de *Revlon*. El adjudicatario, Ronald Perelman, retuvo la división de cosméticos y vendió la división de cuidado de salud a una empresa en la misma industria. El postor competidor, Forstmann-Little habría retenido la división de cuidado de salud y habría vendido la división de los cosméticos. Esta toma de control es una de tipo *bust-up* (vendiendo pedazos creados y obteniendo más valor que la empresa intacta) todavía claramente, las estrategias de los diferentes adquirentes difirieron y las ganancias de sinergia estaban presentes. Cramton y Schwartz definen la última condición como apropiada para una subasta de valores independientes, pero el anterior como apropiado para un valor común. Una subasta que combina ambos componentes, como *Revlon*, es una subasta afiliada a un ambiente en que la forma de subasta inglesa es óptima. Ibid. pp. 44-45. Porque no pensamos que la situación de *Revlon* es aberrante, encontramos molesta la clasificación *bust-up* de las tomas de control como subastas de valor común. Esto hace la opción de una regla obligatoria de ninguna subasta aun más problemática.

[176] El modelo variable de ambientes de subasta es interesante desde una perspectiva económico-política cuando consideramos la elección del momento adecuado de regulación de tomas de control que facilita las subastas. Los gerentes son los primeros impulsores de la regulación estatal. ROMANO, Roberta. «The Political Economy of Takeover Statutes». V A. L. REV. III. No. 73. 1987. La subasta debió haber sido favorable en los primeros años, cuando las adquisiciones exhibieron valores independientes de propiedad, todavía el estallido de regulaciones estatales vino al frente, y de hecho aceleró, cuando el ambiente de la subasta típico cambió a uno de valor común. No es sorprendente que se promulgaran leyes que promuevan las subastas cuando el ambiente cambió porque en la escena de valor común, las subastas más probablemente derrotaban las ofertas, el resultado que una dirección infiel prefiere.

[177] CRAMTON y SCHWARTZ. Op. cit. p. 46.

les podría permitir resarcir los daños y perjuicios por la búsqueda y los costos de la licitación que se celebró injustamente, o que intentaron celebrar, por medio de una sentencia judicial contra determinados gerentes demandados. Como Cramton y Schwartz señalan, las Cortes podrán determinar si la conducta de los gerentes fue apropiada, por lo que la ciencia económica sobre tomas de control puede instruir a las Cortes en el criterio para procedimientos aceptables de subasta mediante la identificación del ambiente de la subasta[178]. Particularmente en él pueden hacerse preguntas específicas. Por ejemplo, ¿existe libre flujo de caja?, ¿hay economías de escala o alcance?, ¿las acciones revertidas del postor y la empresa adquirida están positivamente correlacionadas?, ¿la empresa adquirida se ha estado desempeñando tan ineficientemente que necesita que sus directivos sean reemplazados?. Mientras las Cortes tengan que obtener la información de la empresa adquirida y de la adquiriente para resolver, la conducta estratégica -de los postores y la administración de apoyo que proporcionan la información selectiva o engañosa con la esperanza de obtener un trato preferencial en la subasta- se reprimirá por los intereses de los litigantes que están en el agudo conflicto.

Tercero, se es escéptico con relación a si las Leyes Corporativas deben, como Cramton y Schwartz mantienen, instruir a los directivos de la empresa objeto para perseguir la eficiencia social en lugar de la maximización del rédito cuando se presenta una oferta. Optar por la eficiencia social en lugar de la maximización del rédito demuestra sentido común sobre derechos de propiedad: nuestro sistema económico tiene sus premisas en la transferencia consensual de la propiedad en las transacciones comerciales privadas. Todavía desde un modelo de eficiencia social, los accionistas de la empresa objeto deben ser compelidos para vender a cualquier postor por una cantidad trivial sobre el precio de mercado y así transferir los recursos al usuario que más los valora. La mayoría, excepto los utilitaristas[179], encontraría tal regla inaceptable, pero es la implicancia lógica de implementar tal política[180].

Una política de no subastas impondría un costo social, un precio superior para el capital, porque los dueños de las acciones ordinarias ya no compartirían las ganancias de las tomas de control. Si los postores son de accionariado difundido, entonces esto no afectaría el costo del capital porque lo que los accionistas pierden por el lado de la empresa adquirida, lo ganan por el lado del postor[181]. Sin embargo, en los ochenta muchos postores, particularmente LBOs, eran sociedades cerradas, y por consiguiente, las primas perdidas no eran compensadas por las ganancias en otras posturas o tenencias en una carpeta diversificada[182]. Por supuesto, la ganancia social discutida en la sección anterior, aumentó la búsqueda del postor para las adquisiciones de empresas objeto, lo que probablemente haría la ganancia de las tomas de control más eficiente, debe ser equilibrado con el costo social de prohibir las subastas.

La búsqueda de la eficiencia social de Cramton y Schwartz puede ser armonizada dentro de una estructura consensual de la propiedad privada como una afirmación del régimen que preferirían los accionistas antes de que sea hecha una oferta. La maximización del rédito y la eficiencia social divergen cuando el análisis es condicionado por la existencia de una oferta, pero los dos pueden coincidir cuando el análisis considera el efecto incondicional de las subastas en las tomas de control (si las subastas disminuyen o no el número de ofertas iniciales).

---

[178] Ibid. p. 49.

[179] SCHWARTZ, Alan. «The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory». J. LEGAL STUD. No. 17. p. 165. 1988.

[180] COFFEE. Op. cit. pp. 1165-1166.

[181] EASTERBROOK, Frank y Daniel R. FISCHEL. «Corporate Control Transactions», YALE L.J. No. 91. p. 698. 1982.

[182] La neutralidad en la regulación de las subastas para tomas de control podría ser no deseable si los inversionistas no pueden diversificar en adquiridas y adquirentes. Esto es porque un *bias* a favor de las adquiridas es compensado por la habilidad de los adquirentes para obtener una división desigual de la ganancia, una habilidad que no está relacionada al valor del descubrimiento de la información con la que contaban los adquirientes sobre la adquirida ni con sus costos de búsqueda (por tanto, no relacionado a la meta de eficiencia social), y más bien deriva, en cambio, de un peculiar problema estructural de la corporación moderna: la propiedad se dispersa entre muchos accionistas en lugar de concentrarse en pocas manos. Esta estructura genera acuerdos ineficientes sin protección de la subasta, proporcionando a los postores una suerte inesperada comparada a lo que ellos recibirían si tuvieran la posibilidad de negociar con un solo propietario. BEBCHUK, Lucian A. «The Sole Owner Standard for Takeover Policy». J. LEGAL STUD. No. 17. p. 197. 1988. Sin embargo, la información sobre tomas de control en Francia indica que éstas son aparentemente desiguales con esta disputa: las primas pagadas por los grupos de control privados son substancialmente menores que aquellos pagados en las ofertas de públicas. ECKBO, B. Espen y Herwig LANGOHR. «Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France». J. FIN. ECON. No. 24. pp. 363 1989. Lamentablemente. Eckbo y Langohr no proporcionan ninguna explicación, institucional o de otra clase, para este hallazgo contraintuitivo.

La conveniencia del fomento de subastas en situaciones específicas, por consiguiente, no es independiente de la pregunta general, si se debe fomentar todas las subastas, y la validez de la propuesta política de Cramton y Schwartz para prohibir las subastas, finalmente se basa en un resultado antisubasta del debate global de la subasta.

Este reconocimiento resalta la necesidad de una política discrecional porque la resolución de ese debate es incierta. Se reformula la política si nos preguntamos si los accionistas, detrás de un velo de ignorancia (es decir, antes de saber que su empresa es objeto de una oferta) preferirían una prima más baja y un aumento de probabilidad de recibir una oferta (el intercambio de la política de «no subastas») a una prima superior acompañado por una reducida probabilidad de una toma de control y un aumento consecuente de los descuidos de la directiva (el intercambio de «siempre subastas»). En lugar de ordenar la política pública sobre la base de la especulación acerca de las preferencias del accionista sobre estos intercambios, la política más apropiada es permitir a las partes que tienen sus recursos en juego, los accionistas, escoger si habilitan o no la subasta de tomas de control para sus empresas[183]. Una aproximación trata del mantenimiento de derechos de propiedad privada tomando los precedentes de la maximización del bienestar social global, y así, a diferencia de la propuesta de Cramton y Schwartz, permite a los accionistas intercambiar ofertas por primas, en lugar de requerir maximización del número de ofertas. Un mecanismo para implementar la política de opción del accionista es mantener la Williams Act como la regla principal para promover subastas, con dos enmiendas: una condición que exija a la directiva proporcionar igual información a todos los postores (como Cramton y Schwartz señalaron para las subastas); y otra que permita a los accionistas optar fuera de la Williams Act si no quieren que sus empresas habiliten subastas. Para garantizar que los accionistas tengan la palabra final sobre ejecutar o no una subasta, todas las tácticas defensivas de dirección deben estar sujetas a la aprobación de los accionistas, como en el artículo 8 propuesto en el Décimo Tercer Consejo Directivo sobre Tomas de Control de la Comunidad Europea[184]. Sin embargo, esta propuesta no aplicada está tan limitada como la Directiva sobre las tácticas defensivas una vez que ha sido hecha una oferta, tal restricción mina la política de aprobación del accionista fomentando que los gerentes emprendan políticas defensivas o preventivas para mantener sus empresas «a prueba de tomas de control». Es más, los estatutos estatales sobre tomas de control que fomentan las subastas deberían ser formados como para «elegir» en lugar de «dejar elegir» regímenes, para colocar la decisión de la habilitación de la subasta totalmente en manos del accionista[185].

Una más compleja pero igualmente factible alternativa para los Códigos Corporativos sería disponer un menú de reglas estatutarias sobre las subastas. Los estatutos de cada empresa incorporarían una regla sobre subastas, así como actualmente contienen disposiciones sobre indemnización, derechos de voto del accionista, etc. Los estatutos podrían prohibir las subastas, requerir las subastas, proporcionándoles la discreción a los gerentes (ejecución de subastas), especificar condiciones bajo las cuales los gerentes deben ejecutar las subastas o permitir a los accionistas ejecutar subastas que podrían lograrse requiriendo la aprobación del accionista de los planes del *poison pill* y del *redemption pill*, o incluyendo las disposiciones tales como *sunset poison pills* (desplazamiento automático que transcurre sin la aprobación periódica del accionista).

Bajo una aproximación de menú del estatuto corporativo, el proceso de enmienda del estatuto tendría que quitar el control a los directivos para proporcionar autonomía a los accionistas mayoritarios, los accionistas deben tener el derecho para iniciar y adoptar las disposiciones del estatuto en las subastas sin la aprobación de la Dirección, preocupándose de los problemas de la agencia en la escena de la toma de control[186]. El

[183] Para una discusión de por qué las políticas paternalistas (como incluir reglas obligatorias) hacia los accionistas es impropia, vea GORDON, Jeffrey N. «The Mandatory Structure of Corporate Law», COLUM. L. REV. No. 89. pp. 1549, 1556-1566 1989; ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws». COLUM. L. REV. No. 89. p. 1599 1989.

[184] GILSON, Ronald. «The law and finance of corporate acquisitions» pp. 450-451 (Supp. 1991).

[185] Esto asume que los gerentes no dudarán en poner una provisión de pro-subasta en la agenda, comparado a una agenda anti-subasta. Vea Romano, «The Political Economy of Takeover Statutes». Op. cit. p. 187.

[186] Cuarenta y ocho estados, incluido Delaware, requieren las enmiendas legislativas para iniciar el Directorio (California es la excepción importante), y la mayoría de los Estados exigen que las enmiendas sean aprobadas por el Directorio y por los accionistas. SOLOMON, Lewis D., SCHWARTZ, Donald E. y Jeffrey D. BAUMAN, «Corporations: law and policy, materials and problems» p. 585 (2d ed. 1988). Porque el régimen actual permite las subastas, en el centro de la corriente las enmiendas tienen efectos similares pues no proponen ningún problema con respecto a un efecto adverso en la riqueza del accionista. La apreciación corregida para las enmiendas que tienen efectos adversos en la riqueza son más adecuados para responder a las preocupaciones sobre el oportunismo al centro de la corriente que un régimen obligatorio que prohíbe tales cambios. Vea ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong...» Op. cit. El oportunismo al centro de una corriente es un problema menos urgente si los accionistas, y no los gerentes, inician las enmiendas.

problema crucial es la opción de la regla supletoria, mientras que no se crea que alguna regla de la subasta de Cramton y Schwartz debe ser la posición supletoria, el severo conflicto de intereses de la dirección en la escena de la toma de control, la regla supletoria debe otorgar el mando al accionista mayoritario sobre el proceso de la subasta como lo hace el régimen actual.

Hay algunas investigaciones empíricas que sostienen que se debe permitir a los accionistas escoger el régimen de la subasta, en lugar de ordenar un régimen de hacer subastas. Tácticas defensivas que los accionistas aprueban tienden a no tener efectos negativos en el precio de la acción comparadas con aquellas que no las aprueban[187]. Pero hay límites en un sistema de votación, así como no todas las disposiciones de los estatutos aprobadas por los accionistas tienen efectos positivos en el precio de la acción[188]. Una explicación para las diferentes reacciones en el precio de las acciones depende de la composición de la propiedad. Los precios de las acciones reaccionan positivamente en defensa de las enmiendas de los estatutos cuando la propiedad de acciones de los directivos es baja (menor al 10%) así, las disposiciones mejoran la capacidad de negociación de los accionistas dispersos, y negativamente cuando la propiedad de acciones de los directivos es alta y puede por eso que bloqueen una oferta[189]. Entonces se podría esperar encontrar, bajo una aproximación de un menú en los estatutos, diferencias en la composición de propiedad de empresas que se muestran en las diferentes preferencias sobre las reglas de la subasta. Sería por consiguiente probable que los diferentes estados escojan diferentes reglas supletorias de subasta, dependiendo de sus clientelas corporativas.

Hay una pregunta, si el efecto de una disposición estatutaria requiere de la aprobación del accionista de la *redemption pill*, es diferente de uno en que se prohíben los *poison pills*, como el régimen de Cramton y de Schwartz - Si los accionistas no vigilan sus acciones, cuando no reembolsen una *pill*, entonces los dos regímenes serían iguales. Se necesita saber si los accionistas pueden forzar una subasta (revisión de la oferta ascendente) que es el ostensible propósito de una *poison pill* no vigilando una oferta baja en la ausencia de un *poison pill*. Si ellos pueden, entonces su derecho de reembolsar las *poison pill* sería innecesario e indeseable desde que agregaría una capa extensa de gasto para la consumación de una oferta.

Mientras ninguna información se dirija a responder directamente esta pregunta, hay alguna evidente prueba indirecta -los accionistas no parecen ser coactados para aceptar las ofertas bajas. Las ofertas parciales en las primas pequeñas tienden a ser rechazadas, y cuando hay competencia entre una oferta para cualquiera o todas las acciones y una oferta de dos etapas, una con valor más alto, calculado por la prima combinada, gana[190]. Además, las empresas sin *poison pill*, más probablemente parecen ser objeto de una subasta que las empresas con tales defensas[191].

Esta información es consistente con el punto de vista de los accionistas de las *redemption pill* y una prohibición de *poison pill* son equivalentes regímenes (no se compelerán los accionistas para vigilar las ofertas bajas, y las subastas todavía ocurrirán, en la ausencia de *poison pills*) pero porque estos resultados son de un régimen en que se permiten las subastas, no se debe extrapolar apresuradamente de cómo y qué serían las primas, o cómo reaccionarían los accionistas, si se prohibieran las subastas.

Bajo la aproximación del menú estatutario corporativo de las subastas, los legisladores preocupados por la equivalencia incierta pueden mantener el *status quo* como regla

---

[187] Compare LINN, Scott C. y John I. McCONNELL. «An Empirical Investigation of the Impacl of «Antitakeover» Amendments on Common Stock Prices». J. FIN. ECON. No. 11. p. 361. 1983 con MALATESTA, Paul H. y Ralph A. WALKING. «Poison Pill Securities: Stockholder Wealth. Profitability and Ownership Structure». J. FIN. ECON. No. 20. p. 347. 1988.

[188] JARRELL, Gregg A. y Annette B. POULSEN. «Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980» J. FIN. ECON. No. 19. p. 127. 1987.

[189] McWILLIAMS, Victoria B. «Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals». J. FIN. No. 45. p. 1627. 1990. Para un modelo de accionista con derecho a voto que es consistente con estos resultados y crítico de historias de apatía racionales del accionista con derecho a voto que produce llamadas para reglas obligatorias más bien la opción de accionistas electores. vea ROMANO, Roberta. «Answering the Wrong...» pp. 1608-1610.

[190] COMMENT, Robert y Gregg A. JARRELL. «Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free Riding Shareholder», J. FIN. ECON. No. 19. p. 283. 1987.

[191] RYNGAERT, Michael. «The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth». J. FIN. ECON. No. 20. p. 377. 1988.

supletoria. Los accionistas simplemente escogerán entre éstos, así como otras opciones en las subastas de adquisiciones, y la información necesaria para resolver la pregunta será obtenida de la experiencia desarrollada bajo los diferentes regímenes de las subastas. Esta flexibilidad parece particularmente apropiada en un determinado ambiente dinámico de subasta en que las diferentes reglas son apropiadas para diferentes contenidos.

B. Regulación que restringe las tomas de control de dos etapas

Muchas leyes estatales sobre tomas de control impiden a los postores hacer las adquisiciones en dos etapas (una oferta propuesta para ser seguida de una fusión y así obtener 100% de las acciones) y son estructuralmente coercitivas, es decir *front-end loaded*. En una toma de control de dos etapas de tipo *front-end loaded*, la ganancia es desigualmente distribuida a través de los dos pasos para inducir a los accionistas de la empresa objeto a proponer el primer paso en el que el postor gana el control. Este tipo de explícita preocupación de la regulación es el capital horizontal, asegurando que todos los accionistas de las empresas objeto reciban el mismo precio por sus acciones. Igual tratamiento, el cual se piensa previene a los accionistas a ser forzados a proponer, es consistente con el principio fiduciario de la ley corporativa que exige que las distribuciones del accionista deben ser a prorrata. Los ejemplos son el precio justo, los derechos de redención y los estatutos de combinación de comercios[192]. El requisito de la Williams Act de aceptación de la prorrata de acciones suscritas en exceso en las ofertas indica una preocupación similar a la del capital horizontal.

La preocupación por el capital horizontal es independiente de la explicación de las tomas de control, y así la evaluación de la eficiencia de esta necesidad de la aproximación regulatoria no da luz si la prima es debido a la ganancia eficiente o a la transferencia de riqueza. Sin embargo, si estos estatutos detienen las ofertas, entonces la distinción importaría porque reforzar la eficiencia está en oposición a la redistribución pura, probablemente deben fomentarse las transacciones. ¿Se debe considerar si se está confrontando el debate de la subasta simplemente en un modo diferente: los accionistas prefieren el tratamiento igual a cambio de una probabilidad reducida de una oferta, sobre el tratamiento desigual a cambio de una oportunidad mayor de una oferta?

Hay alguna evidencia que el voto de los accionistas en estas enmiendas compara la probabilidad de que el inversionista sería tratado desigualmente. Los inversionistas institucionales que pueden proponer rápidamente participarán siempre en el primer paso de una oferta en dos etapas, por eso los beneficios de una interfaz primera cargan la estructura de la oferta, y se opone las enmiendas[193]. Sin embargo, no es analíticamente obvio que las restricciones de la oferta en dos etapas disminuirán el número de ofertas, cuando ellos sólo necesitan redistribuir los fondos entre los accionistas de la empresa adquirida en lugar de las primas de aumento[194]. Hay evidencia empírica incipiente acerca de estatutos que restringen las ofertas en dos etapas y detienen las tomas de control. Por ejemplo, los estatutos del precio equitativo no parecen tener un efecto negativo en el precio de las acciones aunque otros estatutos más restrictivos sí lo hacen[195]. Además, Hackl y Testani encuentran que los estatutos de precio equitativo tienen un menor impacto negativo en el número de tomas de control exitosas que otros estatutos[196]. Hay también evidencia que sugiere que la amenaza de las ofertas en dos etapas *front-end-loaded* se

[192] La combinación de negocios del estatuto también tienen el efecto de generar una toma de control menor probablemente prohibiendo al adquirente retirar dinero en efectivo de la adquirida en una transacción relacionada para un número específico de años, incluso a un precio equitativo. Este rasgo más restrictivo se analiza en la Parte II.C.

[193] ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit.

[194] Grossman y Hart sostienen que debe permitirse a los adquirentes hacer ofertas de dos etapas a la interfaz primera, o por otra parte diluir los ingresos a los accionistas de la adquirida, para inducirlos a participar en la subasta. GROSSMAN, Sanford J. y Oliver D. HART. «Takeover Bids, the Free-Rider Problem and The Theory or The Corporation». BELL J. ECON. No. 11. p. 42. 1980. Sin embargo, la teoría de Grossman y Hart no es muy fuerte. Bajo una variedad de condiciones razonables, no es necesario excluir a los accionistas difundidos (por ejemplo, para requerir la dilución en una oferta de dos etapas) para que se produzcan tomas de control exitosas. Vea BAGNOLI, Mark y Barton L. LIPMAN. «Successful Takeovers without Exclusion». REV. FIN. STUD. No. 1. p. 89. 1988. Así, como una materia teórica, estos estatutos no necesitan detener las ofertas.

[195] HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit. KARPOFF, Jonathan M. y Paul H. MALATESTA. «The Wealth Effects of Second Generation Takeover Legislation». J. FIN. ECON. No. 25. p. 291. 1989; ROMANO, Roberta. «The Political Economy of...» Op. cit.; SCHUMANN, Laurence. «State Regulation or Takeovers and Shareholder 'Wealth: The Case of New York's 1985 Takeover Statutes». RAND J. ECON. No. 19. p. 557. 1988.

[196] HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit.

exagera. Las primas combinadas en las ofertas en dos etapas no son significativamente diferentes de las primas en las ofertas para cualquiera y todas las acciones[197].

Más importante, la adopción voluntaria de los accionistas de modificar los estatutos con efecto similar de estos estatutos sugiere que los accionistas pueden bien desear un tratamiento igual. Las disposiciones estatutarias del precio equitativo tienen efectos significativos en el precio de la acción mientras otras modificaciones anti-adquisiciones producen reingresos significativamente negativos[198]. Esto con toda seguridad indica que los inversionistas no se preocuparán por estas restricciones o, que estas restricciones no tienen ninguna repercusión sobre el éxito u ocurrencia de la oferta (explicaciones que no son mutuamente excluyentes). Porque la legislación no requiere de la aprobación del accionista, mientras que una modificación estatutaria sí lo hace -como se ha comentado anteriormente- es preferible optar por los estatutos de tomas de control a no hacerlo[199]. Esta aproximación pone término a cualquier preocupación en relación con el *lobby* entre gerentes y legisladores cuando ellos anticipan que la aprobación voluntaria del accionista no puede obtenerse. Pero la literatura económica no proporciona suficientes bases para tomar una seria excepción para la regulación del capital horizontal.

C. Regulación que restringe los derechos de propiedad de los postores

Algunas leyes estatales de segunda y tercera generación sobre las adquisiciones van mas allá de la regulación de ofertas en dos o más etapas, y corrige por medio de severas restricciones los derechos de propiedad de los postores teniendo el efecto de «mostrar tapones», (tácticas que matan una oferta)[200]. El control de los estatutos sobre adquisición de acciones niega a los postores los derechos políticos de las acciones (niega a los postores el derecho de comprar las acciones) sin la aprobación de todos los otros accionistas. El estatuto de las uniones comerciales en bloque prohíbe a los postores contratar transacciones relacionadas con la empresa adquirida para después obtener el control, por un número específico de años, aun cuando los accionistas restantes aprueben que la transacción sea pagada a un precio equitativo. Los estatutos que discrepan impiden a los postores que no tuvieron éxito, vender sus acciones de la empresa adquirida, con ganancias. Estos estatutos elevan el costo de algunas tomas de control, y así congelan las ofertas. Las acciones sin derechos políticos obviamente no tienen valor para los adquirentes que buscan el control para llevar a cabo sus propios planes comerciales[201]. Los compradores altamente aventajados necesitan el acceso a los recursos de la empresa adquirida para mantener los pasivos que hacen posibles sus ofertas, y las empresas no tengan que hacer adquisiciones de respaldo que puedan ser cruciales para el éxito de una toma de control[202] cuando enfrentan un impuesto de 100%.

La investigación empírica demuestra que estos estatutos tienen un efecto más perjudicial en las tomas de control que en la regulación de la oferta en dos etapas. Hackl y Testani encuentran una inactiva declinación de las tomas de control exitosas en el control estatal de los estatutos de adquisición, más que en

[197] COMMENT, Robert y Gregg A. JARRELL. Op. cit.
[198] JARRELL y POULSEN. Op. cit.
[199] ROMANO, Roberta. «The State Competition Debate in Corporate Law». CARDOZO L. REV. No. 8. p. 709. 1987.
[200] La línea de división entre las generaciones es la popularidad del estatuto antes y después de la decisión CTS del Tribunal Supremo. Por ejemplo, la porción de mando de la adquisición y el precio equitativo son llamados de segunda generación, por cuanto la combinación comercial y los estatutos son considerados estatutos de tercera generación. La enmienda de Exon-Florio al *Ómnibus Trade and Competitiveness Act of 1988* que autorizó ampliamente una revisión y aprobación presidencial de adquisiciones por los ataques de extranjeros en esta categoría de regulación que podría detener ciertas tomas de control. Esto no es discutido en el texto porque relativamente pocas transacciones han sido enviadas al presidente para tal decisión y todas menos dos han sido aceptadas. GILSON, Ronald. «The law and finance...» p. 676. El número pequeño de las transacciones revisadas puede evidenciar que el *Act* ha tenido un mínimo efecto disuasivo en los inversionistas extranjeros, o que ha tenido un impacto pequeño en la práctica.
[201] Algunos practicantes sostienen que la porción de mando de los estatutos de la adquisición no es disuasivamente eficaz porque una vez que un postor anuncia una propuesta de adquisición, las porciones de la adquirida se adquirirán por el que gana si la oferta tiene éxito y quién votará por consiguiente siempre a favor del postor. ALVA, Curtis. «Delaware and the Market for Corporate Charters: History and Agency». DEL. J. CORP. L. No. 15. pp. 885, 907. 1990. Las porciones de mando de los estatutos de la adquisición revisadas en Pennsylvania y Ohio remedian esta preocupación despojando los derechos de voto de las porciones adquiridas después del descubrimiento de la adquisición de porción de mando propuesta.
[202] CHOI, Dosoung. «Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth. and the Market for Corporate Control». J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS» No. 26. p. 391. 1991; POUND, John. «Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight». J. FIN. ECON. No. 20. p. 237. 1988.

los anteriores, incluyendo la regulación del precio equitativo[203]. Estudios sobre el precio de las acciones también encuentran significativos reintegros negativos y anormales en la promulgación de la unión comercial en bloque, en la adquisición de acciones de control y en los estatutos discrepantes del precio equitativo y otras disposiciones[204]. Así, los inversionistas evalúan el impacto más adverso de estos estatutos. Es más, cuando las empresas no optan por el estatuto de tomas de control de Pennsylvania que incluyó la más refinada adquisición de acciones de control y disposiciones discrepantes, ellos experimentaron ingresos anormales positivos[205]. Esta información, junto con la evidencia de que la mayoría de las tomas de control son transacciones elevadamente eficientes, establecen que los estatutos cuyo efecto es frustrar las ofertas son el reflejo de una política pública pobre.

Debe señalarse, sin embargo, que los gerentes pueden frustrar las ofertas incluso sin la ayuda de estos estatutos, a través de varias tácticas defensivas aprobadas por las Cortes. Pareciera que las *poison pills* y las modificaciones estatutarias defensivas son, en efecto, sustitutos bastante poderosos para los estatutos de tomas de control. Karpoff y Malatesta encuentran que el efecto de las leyes de tomas de control en el precio de las acciones es significativamente negativo para empresas sin protección contra las tomas de control, pero no para empresas con tales defensas[206].

D. Regulación que introduce los intereses de los no accionistas

Los más recientes estatutos estatales de tomas de control introducen los intereses de los no-accionistas en decisiones sobre tomas de control. «Otro Distrito Electoral» de los estatutos requiere o permite a las juntas directivas considerar en su proceso de toma de decisiones los intereses de los grupos de no-accionistas, como por ejemplo trabajadores y comunidades locales. Algunos estatutos también requieren el pago diferenciado para los trabajadores que son despedidos después de efectuado un cambio en el control. Estos estatutos hacen explícitas preocupaciones que pueden motivar a los legisladores cuando promulgan cualquier regulación sobre tomas de control, al pensar que una toma de control afectará adversamente el mercado de trabajo local. Sin embargo, los estatutos, irónicamente, protegen más eficientemente a los gerentes que a los trabajadores. Los trabajadores no tienen ningún derecho de recusar las decisiones de la junta directiva por no haber considerado sus intereses, mientras que la habilidad de los accionistas de demandar con éxito a los gerentes por oponerse a una oferta disminuye. No hay ningún pago diferenciado por cierres de la planta iniciados por la dirección de la empresa adquirida, pero está la habilidad del postor para reducir los costos por despidos, y de elevarlos cuando el valor de una adquisición ha sido reducido.

La Ley Corporativa instruyó convencionalmente a las juntas directivas para considerar sólo los intereses de los accionistas (maximizar ganancias) por una buena razón: Maximizando los precios de las acciones del capital social proporciona a los gerentes una regla bien definida, con la cual los accionistas están de acuerdo en un mercado de capitales absolutamente competitivo[207], con los siguientes beneficios: (1) asigna los recursos eficientemente y por eso aumenta al máximo

---

[203] HACKL, Jo Watson y Rosa Anna TESTANI, «Note, Second Generation...» Op. cit.

[204] KARPOFF y MALATESTA. Op. cit.; SCHUMANN. Op. cit.; SIDAK, J. Gregory y Susan E. WOODWARD, «Corporate Takeovers, the Commerce Clause, and the Efficient Anonymity of Shareholders». NW. U.L. REV. No. 54. pp. 1092, 1104. 1990; SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in the Market for Corporate Control: The Case of Pennsylvania Senate Hill». p. 1310. 1991. (manuscrito inédito); ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit. Pugh y Jahera, sin embargo, proveen solamente una mezcla de argumentos; ellos estudian la promulgación de cuatro combinaciones comerciales y los estaturos de porción de mando de la adquisición y recogen retornos negativos significativos sólo de unos cuantos datos de toda su información. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Antitakeover Legislation and Shareholder Wealth». J. FIN. RES. No. 13. p. 221. 1990. Ellos también encuentran que el estatuto comercial de Delaware no tenía impacto significativo en el precio de las acciones de las empresas de Delaware, aunque como ellos anotan, los comentaristas enfatizan que el estatuto de Delaware es menos restrictivo que el de otros estados. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Takeover Legislation: The Case of Delaware». J. L., ECON.& ORG. No. 7. p. 410. 1991.

[205] SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in...». Op. cit.

[206] Karpoff y Malatesta. Op. cit. Pugh y Jahera informan un resultado similar para solamente uno de sus cuatro portafolios de empresas sin defensa, pero ellos tampoco encontraron significativos efectos negativos en el precio de la acción para toda la información que involucró las promulgaciones del estatuto. PUGH, William N. y John S. JAHERA. «State Antitakeover Legislation...» Op. cit. Ellos tampoco encuentran algún resultado en las empresas de Delaware. Ibid.

[207] MAKOWSKI, Louis. «Competitive Stock Markets». REV. ECON. STUD. No. 50. p. 305. 1983. Debe notarse que en un mundo de incertidumbre, la maximización de la ganancia se reemplaza propiamente con la maximización del precio de las acciones del capital.

el bienestar social[208]; (2) aumenta al máximo la utilidad del accionista porque los inversionistas pueden negociar contra el valor de la acción aumentado para realizar sus diversos modelos de consumación preferidos[209]; y (3) el mejor diseño organizacional coincide con los incentivos porque las inversiones de capital, como los reclamos residuales, son más vulnerables que otros riesgos de los inversionistas, lo cual puede ser protegido por un contrato[210]. Rechazando esta estructura e introduciendo los intereses de otros grupos electorales en la sala de juntas, los estatutos crean una situación en la cual no subsiste una regla a seguir por los directivos para tomar la decisión más coherente como medio para defender los intereses de los otros grupos electorales. Esto producirá decisiones que aumenten al máximo la utilidad de los gerentes, porque la habilidad de los accionistas de supervisar las decisiones de la junta directiva ha sido atenuada legalmente, y esto levantará el costo del capital social y dañará la eficiencia de la distribución del mercado.

La literatura económica en las tomas de control también sugiere que estos estatutos están absolutamente desorientados. Habiéndose tenido a la vista la mejor información disponible, ésta indica consistentemente que las tomas de control no son un mecanismo para transferir la riqueza de los trabajadores a los accionistas. Los despidos son poco frecuentes y cuando ocurren, son objeto de preocupación de los legisladores los trabajos de los gerentes afectados más que los de los trabajadores de producción. Los estatutos en vez de exacerbar el problema de la gestión, mitigan el ánimo de las adquisiciones, reduciendo la responsabilidad de dirección para los accionistas. Reforzando la habilidad de los gerentes de resistirse a las tomas de control es improbable estar en el interés de los accionistas, cuando la abundante evidencia demuestra que los accionistas de la empresa adquirida ganan maravillosamente de una oferta exitosa. Los accionistas, correspondientemente, parecen evaluar estos estatutos negativamente. Un evento estudiado por una de las más tempranas versiones de un estatuto de otro grupo electoral, el estatuto de adquisiciones de Ohio de 1986 que instruye a los gerentes para que consideraran sus intereses a largo plazo en lugar de considerarlos en el corto plazo, encontró que la ley tuvo un impacto significativamente negativo[211]. Más allá, el subconjunto de empresas que optaron parcialmente fuera del estatuto de Pennsylvania, también para retener los fondos bajo otra disposición de grupo electoral, no experimentaron reingresos anormales positivos significativos en el anuncio de la oferta, mientras que aquellos que optaron fuera de las disposiciones de todo el estatuto sí lo hicieron[212]. Los gerentes pueden tener una valoración similar de estas nuevas leyes. Pound encuentra que empresas que no optaron en absoluto fuera del estatuto de tomas de control de Pennsylvania y empresas que no optaron fuera de sus disposiciones en otro distrito electoral, tienen más bajas valoraciones del flujo de caja que empresas que optaron completamente fuera del Estado y más probablemente puede ser objeto de una toma de control[213]. Para abreviar, los objetivos de estos estatutos son, como aquellos de los estatutos de tomas de control más restrictivos, inadecuados según la teoría y la evidencia empírica, y, por consiguiente, atienden a una imprudente política pública.

E. La regulación a través del Código Tributario Federal

Se hicieron varios esfuerzos para desalentar las tomas de control a través de las leyes federales tributarias sobre renta a fines de los ochentas[214]. Algunas disposiciones fueron

[208] VARIAN, Hal R. «Microeconomic analysis» pp. 189-249 (2d ed. 1984).
[209] BREALEY, Richard y Stewart MYERS. «Principles of corporate finance» pp. 384- 400, 544-547 (3 ed.1988)
[210] WILLIAMSON, Oliver. «Corporate Governance». YALE L.J. No. 93. p. 1197. 1984.
[211] RYNGAERT, Michael y Jeffry M. NETTER. «Shareholder Wealth Effects of the Ohio Antitakeover Law». L.J., ECON. & ORG. No. 4. p. 373. 1988. Sobre un intervalo más largo que se extiende más allá de la fecha del anuncio, el retorno anormal negativo no es muy significativo. MARGOTTA, Donald G.; McWILLIAMS, Thomas P. y Victoria B. McWILLIAMS. «An Analysis of the Stock Price Effect or the 1986 Ohio Takeover Legislation». J.L.. ECON. & ORG. No. 6. p. 235. 1990. Pero si los inversionistas pueden entender el efecto de la legislación en su introducción, el intervalo del evento más corto es el apropiado. RYNGAERT, Michael y Jeffry NETTER.» Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revisited: Its Real Effects» J.L.. ECON. & ORG. No. 6. p. 253. 1990. No hay todavía ningún evento estudiado más recientemente en los estatutos de otro distrito electoral. Porque muchos de estos estatutos fueron promulgados al mismo tiempo que otras regulaciones de tomas de control, sería difícil aislar los efectos de tales estatutos pues éstos restringen los derechos de propiedad de los postores.
[212] SZEWCZYK, Samuel H. y George P. TSETSEKOS. «State Intervention in the Market for...» Op. cit.
[213] POUND, John. «On the Motives for Choosing...» Op. cit. p. 13.
[214] Además, el *House Ways and Means Committee* en 1987 propuso estrictas restricciones en las deducciones de interés para la deuda que se efectuaban de una toma de control. Los investigadores han documentado una reacción del precio accionaria negativa a la propuesta y señalan que contribuyó substancialmente a la caída de la bolsa del 19 de octubre de 1987. MICHELIN, Mark L. y Jeffry M. NETTER. «Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill?» J. FIN. ECON. No. 24. p. 37. 1989.

dirigidas a los beneficios tributarios que incentivan las adquisiciones (las restricciones en la transmisión de déficit comerciales netos[215], y revocación de la doctrina de *General Utilities*[216]), mientras otros castigaron las tácticas defensivas específicas (los impuestos sobre ventas en los *golden parachutes*[217], y *greenmail*[218].

1. Restringiendo las deducciones

El 1986 las normas de reforma fiscal restringieron la habilidad de las empresas de tomar las deducciones del déficit comercial neto. Restringir los déficit comerciales netos es una pobre política tributaria, violando las metas del impuesto de equidad y eficiencia. Esto favoreció y estableció a las empresas sobre los nuevos, en consecuencia favoreciendo la concentración del negocio y el crecimiento de empresas diversificadas en conglomerados e improductivas, los resultados en la imposición de contribuciones de capital en lugar de ingresos condujeron las decisiones de inversión fuera de los proyectos arriesgados[219]. Como Campisano y Romano señalan, la política óptima en las pérdidas es una de reembolso (un contribuyente recibe un reintegro cuando no tiene ningún ingreso para compensar), y por consiguiente, la transmisibilidad de las pérdidas debe alentarse, no ser acortada[220]. En un mejor segundo mundo, puede haber razones para desviarse de una óptima política, pero la literatura de tomas de control no provee ninguna base para cualquier divergencia. Como ya se discutió, los ahorros tributarios generados por los déficit comerciales netos no son un factor significativo para llevar a cabo tomas de control, y además, las decisiones de inversión en las tomas de control no son distorsionadas por la posibilidad de pérdida. De acuerdo con ello, esta revisión del Código Tributario, la cual nos mueve más allá de la política óptima del tributo para las pérdidas, no puede justificarse por la preocupación de que las tomas de control sean incentivadas y manejadas por los beneficios tributarios.

Bajo la *General Utilities*[221], la distribución corporativa de la preciada propiedad de los accionistas y las ventas de tales recursos proponen un plan de total liquidación que no están sujetos a los niveles de tributos corporativos. Por eso el adquirente de estos recursos logra un aumento de los recursos fundamentales sin pagar impuestos corporativos. La revocación de la *General Utilities* en 1986 eliminó esta gran abertura en el régimen de la doble imposición lo cual no había sido comentado provechosamente hasta que en las tomas de control hostiles se hicieron las reformas de la empresa adquirida[222]. Mientras la revocación eliminó las exoneraciones tributarias, aumentó las deducciones de depreciación como motivo de una adquisición, como se discutió anteriormente, el beneficio tributario no tuvo mayor relevancia cuando estaba disponible, en fusiones o MBOs. Al contrario de los cambios en el tratamiento de déficit operativos netos, esta reforma es discutiblemente una sensata política tributaria de impuestos sobre los ingresos corporativos de adquisiciones en dos etapas[223]. Pero así como en la reforma de los déficit operativos netos la conveniencia de la derogación de la política de *General Utilities* no tiene ninguna conexión con la motivación legislativa de las tomas de control.

2. Las tácticas defensivas tributarias

Dos tácticas defensivas se han singularizado fuera de las sanciones y multas fiscales estatales –*golden parachutes* y *greenmail*. La imposición de estos tributos es irónica porque es probable que estas tácticas beneficien a los accionistas aumentando la probabilidad de una toma de control, el beneficio es bastante claro con respecto a los *golden parachutes*; y es más ambiguo para el *greenmail*.

---

[215] I.R.C. § 382 (1988).
[216] *Tax Reform Act of 1986*, Pub. L. No. 99-514 (modificando el I.R.C. §§ 311, 336-338, y derogando el I.R.C. § 333).
[217] I.R.C. § 28OG (1988).
[218] I.R.C. § 5881 (1988).
[219] CAMPISANO, Mark y Roberta ROMANO. «Recouping Losses...» Op. cit.
[220] Ibid.
[221] General Utils. & Operating Co. v. Helvering..296 U.S. 200 (1935).
[222] El movimiento del congreso para cerrar los *loopholes* debido al sentimiento contra las tomas de control no fue una práctica rara en los años ochenta. Por ejemplo, el Congreso restringió el tratamiento favorable para los accionistas corporativos en las liquidaciones parciales en las reformas fiscales de 1982 armando el escenario *General Utilities*. GINSBURG, Martin «Taxing Corporate Acquisitions». TAX L. REV. No. 38. p. 171. 1983. Además, se introdujeron numerosas imposiciones tributarias pensadas para restringir las tomas de control durante estos años. ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers...» Op. cit. pp. 471-472.
[223] SHUBE, Eric S. «Corporate Income or Loss on Distributions of Property: An Analysis of General Utilities». J. CORP. TAX'N No. 12. pp. 3, 51-63. 1985.

Los *golden parachutes* son contratos lucrativos de pago diferenciado para la alta gerencia que se activan por un cambio de control, algo parecido a una indemnización cuando el gerente es removido por un cambio de control. Aunque son considerados una táctica defensiva -ellos suben el precio de una oferta porque el adquirente es cargado con excesivos pagos diferenciados- los *golden parachutes* benefician a los accionistas alineando los incentivos de los gerentes con el interés de los accionistas, por ejemplo cuando se premia financieramente a los gerentes por aprobar una toma de control[224]. Aparentemente los accionistas reconocen el papel beneficioso de los *golden parachutes*: el aumento significativo del precio de las acciones en el anuncio o los planes del *golden parachutes*[225].

El *greenmail* se refiere a la readquisición de una empresa adquirida como una prima de las acciones poseídas por un postor hostil. Porque la readquisición culmina la toma de control, ésta es vista como una táctica defensiva. Pero el *greenmail* tiene una interpretación más positiva también: facilita una subasta (si el greenmailer no es el usuario de la empresa adquirida que la valora más alto, pagar el *greenmail* puede resultar una prima mayor al de los provechos de la toma de control de otros postores); lo cual sirve como compensación para aquellos que proporcionan la información valiosa del mercado identificando la toma de control de la empresa adquirida y ayudando a supervisar a los gerentes[226]. La idea es que el segundo postor que valora más alto sólo entrará si sabe que el *greenmailer* está fuera del cuadro para que no hubiera ninguna competencia para su oferta. La readquisición de las acciones de la empresa logra esto, pero viene con un riesgo: la dirección debe hacer el pago antes de que sepa con seguridad si existe un segundo postor. Si supiera que no habría ningún otro postor él no querría readquirir las acciones, pero no hacer la readquisición asegura que ningún postor surgirá[227].

Así, una decisión eficiente *ex ante* es pagar el *greenmail*, mientras tenga un valor actual neto positivo, puede producir *ex post* los reingresos negativos de la acción, si ningún segundo postor aparece. La dificultad con esta historia es distinguir cuándo el *greenmail* es usado por los gerentes leales que esperan que la acción genere una mejor oferta, y cuándo es usado por los gerentes para sacar provecho propio quienes están confiados en que ninguna oferta subsecuente será venidera[228]. La posibilidad de que los gerentes sean desleales hace el efecto de *greenmail* más ambiguo que el del *golden parachutes*.

La información del precio de las acciones sobre el *greenmail* es, consecuentemente, menos exacta que la de los golden *parachutes*. Los efectos del precio de las acciones por el pago del *greenmail* son negativos, pero cuando los ingresos anormales son los acumulados desde el momento en que los *greenmailer* adquirieron su bloque a través de la readquisición de las acciones, el efecto neto es positivo[229]. Una información adicional que supone una interpretación favorable del *greenmail* es que las empresas que pagan el *greenmail* no tienen usualmente bajas probabilidades de experimentar un cambio de control después de una readquisición[230].

---

[224] PO BARON, David. «Tender Offers and Management Resistance». J. FIN. No. 38. p. 331. 1983.

[225] LAMBERT, Richard A. y David F. LARCKER. «Golden Parachutes. Executive Decision-Making and Shareholder Wealth». J. ACCT. & ECON. No. 7. p. 179. 1985. Sin embargo, una posible interpretación de este hallazgo es que los accionistas valoran táctica, pero más bien revisando el precio de la acción en expectativa de una adquisición, viendo la adopción de un *parachute* como un signo de que el gerencia espera una oferta futura o venidera. Pero porque la adopción de algunas tácticas defensivas son asociadas con el efecto del precio negativo de la acción, ver el texto de las notas al pie 229-232, dónde una historia señalada es igualmente operativa, el *parachute* en el peor de los casos se percibe como menos dañoso a los inversionistas que usan otras estrategias.

[226] MACEY, Jonathan R. y Fred S. McCHESNEY. «A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail». YALE L.J. No. 95. p. 13. 1985; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY, «Greenmail, White Knights and Shareholders Interest». RAND J. ECON. No. 17. p. 293. 1986. Macey y McChesney mantienen que el *greenmail* facilita una subasta sin «descorazonar» la ocurrencia de otras ofertas, así las críticas de la discusión de las subastas son vistas en la Parte II A.1 son injustificadas en este contexto. Esto es porque el *greenmailer* produce valiosa información que reduce a otros postores la búsqueda y los costos. Estos postores, por consiguiente, no se detendrán de ofrecer, y el *greenmailer* no se detendrá en invertir en la búsqueda porque se compensa por la eadquisición de la porción. Claro, si un adjudicatario compra las porciones de los *greenrnailer*, los *greenrnailer*se compensarían igualmente bien.

[227] Ibid.

[228] GORDON, Jeffrey N. y Lewis A. KORNHAUSER. «Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models». YALE L.J. No. 96. p. 295. 1986.

[229] HOLDERNESS, Clifford G. y Dennis P. SHEEHAN. «Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors». J. FIN. ECON. No. 14. p. 555. 1985; MIKKELSON, Wayne R. y Richard S. RUBACK. «Targeted Repurchases and Common Stock Returns». RAND J. ECON. No. 22. p. 544. 1991.

[230] Ibid. (el cambio de mando en 29% de muestra). Esto es superior a la probabilidad incondicional del cambio de mando en una empresa, pero menor que otras tácticas de defensa de la compañía, como los litigios. Ver JARRELL, Gregg A. «The Wealth Effects...« Op. cit.

El declive en la readquisición parece estar relacionado a la inversión de información-no habrá ninguna prima por la toma de control como ningún *white knight* que pueda tomar el control amistosamente- en lugar de un traslado de riqueza de los accionistas de la empresa controlada al *greenmailer*, y no debe ser interpretado como un signo claro de daño o desaprobación táctica[231]. Por el contrario, las reacciones del precio de las acciones por otras tácticas defensivas, como las *poison pills* y las reestructuraciones defensivas, son negativas y están sujetas a una posible competencia de información y determinación[232].

Es irónico, pero no sorprendente, dada la constelación de intereses políticos en los cuales los gerentes son la fuerza que los mueve detrás de la regulación de las adquisiciones[233], las tácticas defensivas que son penalizadas son aquellas que más probablemente beneficien a los accionistas, en lugar de las tácticas defensivas más opresivas. Repitiendo un conocido refrán: Porque la información es consistente con la eficacia en lugar de las explicaciones de la expropiación, no hay ninguna justificación para usar el código tributario y desalentar las tomas de control a menos que la dirección se revele, ésta es una política bien encaminada. Es más, si fuera deseable restringir estas tácticas específicas, un impuesto a las ventas, no sería la aproximación preferida. Un impuesto a las ventas tiene un pequeño efecto práctico en el uso de *golden parachutes*: la junta directiva simplemente paga los impuestos de los gerentes que acumulan la cantidad de *golden parachutes* para cubrir el impuesto. No es un impuesto a las ventas necesario para eliminar el *greenmail*, porque las empresas pueden no adoptar los remedios estatutarios que prohíben el *greenmail*.

F. La regulación por aplicación de políticas de competencia

El Departamento de Justicia revisó las pautas de la fusión en los inicios de los ochentas; haciendo irrelevante que las adquisiciones de empresas relacionadas se sujeten a los desafíos del *antitrust*. La actitud es más favorable hacia las tomas de control en el *antitrust*, comparada con la imposición de tributos, la política se explica por la fuente de administración política: la administración de Reagan pudo llevar a cabo el cambio sin la participación del legislativo[234]. La literatura económica sugiere que el cambio de la política hacia la aplicación más tolerante del Derecho *Antitrust* fue beneficioso[235]. Los conglomerados de fusiones –los cuales fueron fomentados por la aplicación del Derecho *Antitrust* en los sesentas y los setentas– son menos lucrativos que las fusiones de las empresas relacionadas[236], y las ganancias de las adquisiciones de las empresas relacionadas parecen ser derivadas de la sinergia operativa y reducen costos en lugar de aumentar el poder del mercado[237]. Los esfuerzos por revertir las políticas que son menos hostiles para las adquisiciones son por consiguiente injustificados.

G. Resumen y Conclusión

Una lectura informada de la literatura económica indica que tanto las tomas de control como el aparato regulador son erróneamente concebidos y constituyen una política pública pobre. El Cuadro No. 2 resume la actual evaluación de la regulación de las tomas de control. Consistente con esta valoración, cuanto más equivocadamente concebida está la regulación, se encuentra que las leyes estatales más restrictivas

[231] MIKKELSON, Wayne R. y Richard S. RUBACK. «Targeted Repurchases and...» Op. cit. SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY, «Greenmail, White Knights...» Op. cit.

[232] DANN, Larry Y. y Harry DeANGELO. «Corporate Financial Policy and Corporate Control: Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure». J. FIN. ECON. No. 20. p. 7. 1988); MALATESTA, Paul H. y Ralph A. WALKING. «Poison Pill Securities...» Op. cit.; RYNGAERT, Michael. «The Effect of Poison...» Op. cit.

[233] ROMANO, Roberta. «The Political Economy...» Op. cit.

[234] Hemos defendido que la Administración fue una razón importante por qué, en medio del sentimiento contra las tomas de control y el lobbie unilateral, las leyes federales sobre valores no fueron enmendadas para restringir las tomas de control en los años ochenta. ROMANO, Roberta. «The Future of Hostile Takeovers...» p. 489. La diferencia en la actitud entre el legislativo y las ramas del ejecutivo se debieron a dos factores: la ideología del libre mercado del Presidente Reagan y los rasgos institucionales de la presidencia que lo hizo menos vulnerable al interés la política de grupo del Congreso.

[235] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers in...» Op. cit. p. 57; JARRELL, Gregg A. «Financial Innovation and Corporate Mergers» En: The Merger Boom. pp. 52, 54-55 (Lynn Browne y otros, editors. 1987).

[236] KAPLAN, Steven y Michael S. WEISBACH. «The success of acquisitions:...» Op. cit. MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives...» Op. cit.

[237] BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Hostile Takeovers...» Op. cit.; HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G. y Richard S. RUBACK. «Does Corporate Performance...» Op. cit. MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. «Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?» J. FIN. No. 45. p. 31. 1990. Estos estudios pueden, sin embargo, subvalorar los ingresos del postor cuando excluyen a los postores de empresas privadas cerradas (es decir, las empresas de *leveraged-buyout*), de las cuales las transacciones a lo largo de los años setenta y por lo menos en los tempranos ochenta eran sumamente aprovechables.

(negocios en bloque, adquisiciones de acciones de control y estatutos restrictivos) tienen un mayor efecto negativo en el precio de las acciones que las menos restrictivas (estatutos del precio equitativo).

La política pensada para ayudar a los trabajadores o al fisco (regulación que introduce los intereses del no-accionista en las decisiones de las tomas de control y la regulación traducida en el Código Tributario) simplemente extraen la riqueza de los accionistas y la redistribuyen a la dirección porque no hay ninguna evidencia de que las tomas de control afecten sistemática y adversamente el trabajo de la tesorería, mientras hay evidencia de pérdida del trabajo directoral en las tomas de control de las empresas. El cambio en la política por la aplicación del Derecho *Antitrust* durante los ochentas parece haber sido beneficioso como traslado de riqueza de los consumidores, porque la información sugiere que la fuente de las ganancias en las adquisiciones de las empresas relacionadas es más aprovechable que las que permite la nueva política vigente, son mejoras de eficiencia operativa y no aumentan el poder del mercado.

La más difícil regulación para evaluar es el juego variado de reglas que tienen el efecto de promover las subastas de tomas de control. La investigación empírica no puede arbitrar el debate decisivamente sobre la eficiencia de las subastas porque una resolución conclusiva requiere la información factual contable acerca del impacto de la regulación en el número de tomas de control. Lo poco que podemos recoger de la información disponible hace pensar en ordenar una política más cauta hacia las subastas de la siguiente manera. Primero, hay alguna evidencia de que la regulación que facilita las subastas reduce la frecuencia de las tomas de control sin el aumento significativo de primas. Segundo, los inversionistas perciben tal regulación como dañina. Tercero, los postores han avanzado pobremente desde que la regulación que fomenta las subastas se ha vuelto común. Finalmente, las subastas pueden ser deseables en situaciones seleccionadas, dependiendo del ambiente de la subasta el cual puede ser identificado por la explicación para las tomas de control. El condicional en la ocurrencia de una oferta donde la toma de control es motivada por las ganancias de la sinergia (la situación de valores independientes), en lugar de la reducción de costos de agencia (la situación de valor común), una subasta será deseable. Esta estrategia puede no ser incondicionalmente óptima; la respuesta gira sobre un eje en el debate más general en las subastas. Esta incertidumbre sugiere que una aproximación discrecional a las subastas sea mejor. Esto es particularmente porque el ambiente de la subasta típico (y la respuesta legal apropiada) cambia con el tiempo. Es más, desde que los intereses de los gerentes y accionistas están en el intenso conflicto en este contexto, esto es importante para formar reglas legales que permitan a los accionistas, y no a los gerentes, controlar siempre y cuando las empresas sostengan subastas para las tomas de control.

El tema común de examinar las numerosas regulaciones de tomas de control es que la política de aprendizaje económico y regulador en las tomas de control tiene, por la mayor parte, un paso no muy alentador. La política se ha fundado en temores y sospechas insustanciales sobre el impacto de las tomas de control en terceras pujas las cuales han sido levantadas por gerentes y sus *lobbies* cuya visión de gobierno corporativo es como una arena de intereses políticos.

El nivel de actividad de las tomas de control ha disminuido en los años noventa. El derrumbamiento del mercado del bono basura y el correspondiente *crunch* del crédito, causado por la debilidad del sector de servicio financiero y nuevas políticas gubernamentales que restringen las tenencias de deuda de instituciones financieras de alto rendimiento, ciertamente contribuyen al declive de las tomas de control. En la medida que la política gubernamental hacia la regulación del mercado financiero se establezca como premisas en una percepción negativa del impacto económico de las tomas de control, este artículo sugiere que la política está profundamente desencaminada: claro, si la preocupación es que ciertas instituciones, como por ejemplo los prestamistas cuyos depósitos aseguran al gobierno, no deben invertir en bonos de una sociedad anónima de alto rendimiento, es una cuestión diferente que va más allá del enfoque de este artículo. Pero la solución a largo plazo para cada preocupación no es ciertamente la destrucción del mercado por el control corporativo. Cualquiera sea la causa, la actual tregua de los años ochenta ofrece una oportunidad de reflejar deliberadamente en las ramificaciones de la política de regulación de las tomas de control, mientras las presiones políticas más potentes están en suspenso. Ojalá esto llevara a una reordenación de la política en que el régimen regulador entre a enredar con lo que nosotros sabemos sobre las tomas de control.

Ver Cuadro No. 2

Cuadro No. 1
Las explicaciones de las tomas de control

Explicación	Evidencia
Maximización del valor	
Eficiencia	
1. Ganancias por la Sinergia	
a. Operativo	Una la correlación positiva entre el postor y los retornos de la adquirida en el puro conglomerado y extensión del producto en las fusiones; los bancos de menor orden experimentan mayores retornos que los bancos de mayor orden; retornos superiores en fusiones bancarias el más pequeño de los bancos adquiridos relativo al banco adquirente; las adquisiciones de empresas de negocios vinculados son más provechosas que las adquisiciones no vinculadas; una parte sustancial de las ganancias proviene de tomas de control hostiles debido a la reasignación de los recursos de la adquirida a compradores en empresas relacionadas.
b. Financiero	Planeamiento de gastos de capital cambiados a la gerencia central de la oficina principal; primas superiores cuando el flujo de caja del adquirente es superior que el de la adquirida; aumento de capital de los desembolsos después de las adquisiciones; las convenciones de contabilidad no deben tener efectos en el precio de las acciones.
c. Diversificación	Correlación del retorno de acción baja que las fusiones bancarias asocian con los ingresos anormales significativamente superiores de la correlación del retorno del precio de las acciones en las fusiones bancarias; las acciones del banco adquirido disminuyen el retorno después de la fusión.
2. Reducción de costos de agencia	
a. Dirección Ineficiente	Alto rendimiento gerencial después de la toma de control; los postores tienen tasas de rentabilidad superiores que los adquiridos; los adquiridos tienen ratios q bajos según Tobin; los adquiridos en tomas de control hostiles tienen retornos negativos en la pre-adquisición; los postores malos hacen buenas empresas adquiridas; mejora significativa del flujo de caja después de la adquisición sea o no relacionada

b. Libre Flujo de Caja	La probabilidad de empresas privadas está directamente relacionada al libre flujo de caja e inversamente relacionada al crecimiento; las primas son correlativas al libre flujo de caja; las adquiridas tienen ratio q bajos según Tobin.
c. Los incentivos mejorados por incremento de la propiedad (MBO´s)	La productividad mejora post compra; los ingresos son públicos (el valor aumenta después de la compra) están directamente relacionados al riesgo del capital de propiedad de la dirección.
La expropiación	
1. Impuestos	La deducción del interés explica la porción significativa de la prima del MBO, otro impuesto no beneficia de manera importante; el precio neto del efecto del impuesto de MBO se estima como el positivo y representa un escudo contra la deuda pues es reducido por un reembolso rápido; después de la compra, los inversionistas ganan un retorno muy alto.
2. Tenedores de bonos	Impacto negativo mínimo o inexistente en los tenedores de bonos; el tamaño de la ganancia no tiene correlación con la cantidad de la deuda; los convenios proteccionistas son usados cada vez más en las industrias que usan LBOs.
3. Trabajadores	Ningún impacto negativo significativo en los niveles de empleo salvo en la alta dirección y los gerentes medios; alguna evidencia de que el empleo aumenta con los cambios de mando; no hay un efecto significativo en el sueldo; las reversiones del fondo de pensiones no son significativas.
4. Poder de Mercado	Ningún efecto en el precio de la acción de competidores; las adquisiciones de empresas con negocios no vinculados fueron menos aprovechables que las vinculadas en los ochenta; las adquisiciones hostiles reasignan los recursos a los compradores relacionados.
La ineficiencia del mercado	
1. Subvaloración	Los precios de las acciones de las empresas objeto no representan ningún retorno para los intereses de la oferta en la adquisición; el evento se estudia generalmente a favor de eficacia del mercado.

2. Miopía del Mercado	Los precios de las acciones responden positivamente a los incrementos en la investigación y desarrollo (R&D) y el capital invertido es gastado; después de la adquisición los gastos de R&D no disminuyen; las adquiridas efectúan en menor intensidad inversiones en R&D y tienden a gastar menos en R&D en la industria; las empresas reducen los gastos de R&D después de adoptar la defensiva de las enmiendas legales.
No maximización del valor	
a. La diversificación	Las empresas controladas por sus gerentes más probablemente se comprometerán en fusiones y diversificarán, las empresas supervisadas por sus propietarios no lo harán
b. Autocrecimiento	El postor y el retorno de la adquirida son correlativos en un puro conglomerado y las fusiones incrementan la producción y son positivas y no negativas; relación positiva entre los retornos anormales de los adquirentes y la acción de propiedad de la dirección; los postores malos hacen buenas empresas adquiridas; los ingresos son menos negativos cuando consejo directivo es independiente.
c. Libre flujo de caja	Los postores malos serán más probablemente adquiridos que los buenos postores; los adquirentes tienen retornos anormales positivos antes de la adquisición; los adquirentes tienen el ratio q bajo; el libre flujo de caja explica la variación en el retorno de los postores; los incrementos en el libre flujo de caja están asociados con las disminuciones en la ganancia de los postores en una toma de control.
d. Arrogancia	Ingresos negativos para los adquirentes en los ochentas; los postores malos hacen buenas adquisiciones; los postores pagan demasiado en las subastas.

Cuadro No. 2

Evaluación de la regulación de adquisiciones

Forma de Regulación	Evaluación
Regulación de fomento de subastas (William Act; Hart-Scott Rodino Act, primera generación normativa, funciones fiduciarias Revlon).	Mientras las investigaciones empíricas son inconclusas, garantizando cautela: son más altos en las subastas; las tomas de control disminuyen después de la regulación pero en algunos casos las primas no se incrementan; efectos negativos de la regulación en el precio de las acciones.
Regulación que restringe las ofertas en dos etapas (precio equitativo y similares normas de la segunda generación).	Pequeño impacto: insignificantes efectos de la regulación en el precio de las acciones y repartos voluntarios (enmiendas a los estatutos); primas combinadas en ofertas en dos etapas no son diferentes de cualquiera o todos las primas de la oferta.
Regulación que restringe los derechos de propiedad de los postores (negocios en bloque, adquisiciones de acciones de control y estatutos restrictivos, enmienda de Exon-Florio)	Injustificable: Más efectos negativos en el precio de las acciones disminuye en las tomas de control después de la regulación que otra regulación.
Regulación que introduce los intereses de los no accionistas (otros distritos electorales).	Injustificable: Efecto negativo en el precio de las acciones; no hay evidencia de otros distritos electorales sean perjudicados por las tomas de control; beneficios sociales importantes para la junta directiva considerando solamente los intereses de los accionistas.
Regulación a través del Código Tributario (restricciones a cargar déficit operativos netos , imposición de tributos corporativos sobre recursos básicos, tributos impuestos a los greenmail y golden parachutes).	Problemas de política relativos a tomas de control y a imposición de tributos: no hay evidencia de que las tomas de control sean dadas por perder recursos básicos; los accionistas pueden beneficiarse de los greenmail y golden parachutes.
Regulación a través de la aplicación del Derecho Antitrust (Lineamientos de fusiones sobre adquisiciones de empresas con negocios relacionados).	Beneficioso: Adquisición de empresas con negocios relacionados es más beneficioso que perjudicial, pero las ganancias aparecen de la productividad de los recursos y la eficiencia operativa mejora y no incrementa el poder de mercado.

DIVULGACIÓN OBLIGATORIA Y LA PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS

Frank H. Easterbrook*
Daniel R. Fischel**

Una de las áreas del derecho en el que la desregulación parece no tener cabida es precisamente el área del mercado de valores. Sin embargo, en el presente artículo, dos prestigiosos profesores de la Universidad de Chicago nos demuestran cómo.

* Profesor de Derecho, Universidad de Chicago
** Profesor de Derecho, Universidad de Chicago

El «*Securities Act*» de 1933 y la «*Securities Exchange Act* « de 1934 han escapado del destino de muchas otras normas que forman parte del Programa del Estado de Bienestar. Algunas de dichas normas, como la «*National Industrial Recovery Act*», se declararon inconstitucionales; otras tales como la «*Robinson-Patman Act*», han caído en desuso; mientras otras, como la legislación de Seguridad Social han sido tantas veces modificadas que hoy resultan irreconocibles para sus creadores. Muchas de las normas del Programa del Estado de Bienestar perdieron apoyo político y fueron reemplazadas por la desregulación; los temas de comunicaciones y transporte son los principales ejemplos.

La regulación del mercado de valores, sin embargo, ha mantenido no sólo su apoyo sino también su estructura. Dicha regulación ha tenido y sigue teniendo dos componentes básicos: una prohibición contra el fraude y requisitos de revelación de información en la emisión de valores y posteriormente, revelación obligatoria de manera periódica. Las notorias complejidades de los valores surgen de definir los detalles de la revelación de información y acertar qué transacciones son cubiertas por los requisitos de dicha revelación.

Para mayor seguridad, la SEC ocasionalmente usa la rúbrica de «revelación» para afectar lo sustancial, como cuando demanda que los *insiders* no realicen operaciones sin hacer las «revelaciones» que harían injustificado su negocio, o como cuando requieren que un negocio privado «revele» que el precio es «justo» y como cuando insiste en que el precio de matrícula acelerada de un prospecto «revele» que los directores no serán indemnizados con toda seguridad por algunos errores.

También, algunas enmiendas, tales como las provisiones de la «*Williams Act*» en ofertas públicas, tienen consecuencias sustantivas. Aunque varios de estos aspectos son importantes[1], ellos no son los componentes principales de la regulación. El principio que domina la regulación del mercado de valores es que cualquiera que esté dispuesto a revelar cosas correctas, puede vender o comprar cualquier cosa y a cualquier precio que el mercado indique.

¿Por qué han sobrevivido las leyes? Quienes decretaron estas normas afirmaron que eran necesarias para eliminar el fraude del mercado y asegurar a los inversionistas la posibilidad de recibir las ganancias esperadas; de otra manera, la gente retiraría su inversión y la economía se estancaría[2]. Esta explicación parecía especialmente apremiante en 1933, por los fraudes que precedieron a la Depresión y la gran disminución de inversión. En esta historia de interés público, los intereses a los que sirvieron las leyes son los mismos que en aquel entonces, de modo que dichas leyes han mantenido su estructura beneficiosa.

El presente artículo fue publicado en Virginia Law Review. *70 Va. L. Rev. 669,1984, bajo el título «Mandatory Disclosure and the Protection for Investors». La traducción fue realizada por Alejandro Manayalle, Mirella Miranda y Elva Morán.*

[1] Nosotros hemos criticado parte de esta regulación en muchas ocasiones. Ver: CARLTON, Dennis y Daniel FISCHEL. «The Regulation of Insider Trading» Stan. L. Rev. No. 35. p. 857, 1983; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. «Corporate Control Transactions», Yale L.J. No. 91. pp. 698, 728-31 & n.83, 1982; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. «Auctions and Sunk Costs in Tender Offers», Stan. L. Rev. No. 35. p. 1, 1982; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. «Voting in Corporate Law» J.L. & Econ. No. 26. pp. 395, 418-426, 1983; FISCHEL, Daniel. «Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers» Tex. L. Rev. No. 57. p. 1. 1978. Ver también: EASTERBROOK, Frank y Gregg JARRELL. «Separate Statement» *in* SEC Advisory Committee of Tender Offers, Report of Recommendations pp. 70-106, 1983. Ver también: EASTERBROOK, Frank. «Insider Trading as an Agency Problem», En: The Agency Relationship - J. Pratt & R. Zeckhauser eds., 1984.

[2] Para un recuento de declaraciones púlicas por quienes hicieron lobby para estas normas y de los eventos que citaron para argumentar la necesidad de la regulación, ver : SELIGMAN, Joel. «The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance». 1982.

Ningún académico debería sentirse cómodo con esta sencilla historia. En 1933, el fraude era ilegal en cada estado de los Estados Unidos. No necesitábamos una ley federal para penalizar la mentira y el engaño. El fraude en la prestación del servicio de educación es más importante para la mayoría de la gente de clase media (los supuestos beneficiarios de las normas de mercado de valores) que el fraude en la venta de valores. Estas personas tienen una porción más grande de su riqueza invertida en capital humano que en las acciones que cotizan en bolsa. Sin embargo, no existen leyes federales que regulen la educación. Hubo muchos fraudes en el mercado de valores antes de 1933, y han habido muchos desde entonces. Los fraudes de «*The Investors Overseas Services*», «*National Student Marketing*», «*Equity Funding*» y «*OPM Leasing*», de la década pasada, son tan espectaculares como los fraudes de la década de 1920.

El reconocimiento moderno, con respaldo empírico, de que mucha legislación es el resultado de la interacción de grupos de presión -y que sólo por casualidad las leyes que obedecen a determinados grupos de interés sirven al interés del público- sugiere otra hipótesis[3]. La legislación del mercado de valores se puede diseñar para proteger intereses especiales a costa de los inversionistas.

Las normas del mercado de valores poseen muchas de las características de la legislación clásica de grupos de interés. Las normas existentes otorgan a los emisores más grandes mayores posibilidades, porque muchos de los costos de la revelación de información son los mismos sin importar el tamaño de la empresa o el monto de la oferta. Así, las empresas más grandes o más viejas encaran costos de flotación por dólar más bajos de los que encaran los emisores más pequeños. Las normas también ayudan a los bancos de inversión existentes, mientras que las empresas auditoras obtienen una ventaja porque adquieren pericia y porque sus rivales no pueden competir ofreciendo productos diferenciados[4]. La generalización de las normas de revelación de información reduce el número de caminos a seguir para el mercado e insiste en que todas las empresas otorguen a los inversionistas «lo mejor,» así como la regulación aérea suprimió las estrategias de reducción de precios de los tickets aéreos.

Hay muchos abogados especialistas en mercado de valores, mientras que existen otros profesionales del mercado que dependen de las complejidades de la ley para determinar sus ingresos. A pesar de que pueda haber demasiados miembros dentro de estos grupos favorecidos (grandes emisores, bancos de inversión, etc.) como para cobrar precios monopólicos, estos miembros sufrirían pérdidas inesperadas si la regulación existente fuera derogada. Por ello, los miembros de estos grupos favorecidos cuentan con estímulos necesarios para defender el «*status quo*» sobre la base de grupos de interés[5]. Y si las pérdidas originadas por la regulación existente se esparcen en un número grande de gente, es decir, entre inversionistas individuales, cada uno de los cuales se beneficiaría sólo levemente por la desregulación; la regulación actual podría sobrevivir aunque reduzca el bienestar social.

Desgraciadamente, nadie sabe por qué algunas partes de la legislación se decretan y sobreviven mientras que con otras no sucede los mismo. La explicación de los grupos de interés, que quizás justifique la legislación del mercado de valores, podría explicar también la regulación aérea y de transporte terrestre

[3] Sobre la perspectiva de grupos de interés, ver: PELTZMAN, Sam. «Toward a More General Theory of Regulation» J.L. & Econ. No. 19. p. 211. 1976; POSNER, Richard. «Taxation by Regulation» Bell J. Econ. & Mgt. Sci. No. 2. p. 22. 1971; STIGLER, George. «The Theory of Economic Regulation» Bell J. Econ. & Mgt. Sci. No. 2. p. 3. 1971, revisado y reimpreso en STIGLER, George. «The Citizen and the State: Essays on Regulation». 1975. Ver también: BECKER, Gary. «A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence». Q.J. Econ. No. 98. p. 371. 1983.

[4] Henry Manne enfatizó estos dos puntos en lo que es seguramente la más comprensible y pensada crítica a la legislación de mercado de valores, desde una perspectiva económica. MANNE, Henry. «Economic Aspects of Required Disclosure under Federal Securities Laws». En: Wall Street in Transition pp. 23, 31-40. H. Manne & E. Solomon eds., 1974. Ver también: KRIPKE, Homer. «The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose». 1979; BENSTON, George. «The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». En: Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities 23. H. Manne ed., 1969; ROSS, Stephen. «Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory». En: Issues in Financial Regulation 177. F. Edwards ed., 1979; WOLFSON, A. «Critique of the Securities and Exchange Commission». Emory L.J. No. 30. p. 119. 1981.

[5] Algunas partes de la legislación de mercado de valores tenían un evidente apoyo de grupos de interés. La primera de ellas es la regulación de transacciones, la misma que hasta 1975 permitió a la SEC percatarse de la existencia de un cartel de brokers. No estudiaremos estas partes, aunque es concebible que la regulación del mercado de valores esté relacionada con la regualción de las inversiones en el sentido en el que el *enforcement* de la SEC al cartel fue el precio político para obtener la regulación de la inversión. Ver: JARRELL. «Change at the Exchange: The Causes and Effects of Deregulation» J.L. & Econ. No. 27. 1984.

de carga; sin embargo, estos sistemas han sido casi derogados. Quizás la legislación del mercado de valores haya sobrevivido porque no es predominantemente legislación de grupos de interés. Pero es peligroso equiparar la sobrevivencia de la legislación con el interés público. El tabaco y la leche, por ejemplo, han sobrevivido a pesar del énfasis reciente en la desregulación. Pocos podrían discutir que estas leyes no son algo más que la forma más obvia de legislación de grupos de interés.

La sobrevivencia de la regulación del mercado de valores es consistente tanto con la perspectiva de grupos de interés como con la de interés público. Distinguir entre las dos explicaciones es difícil. El tema predominante en la avalancha de la reciente literatura sobre economía de la regulación, es que pocos esquemas regulatorios, si es que alguno, pueden ser explicados como respuestas de puro interés público ante el fracaso del mercado. No dudamos de que el soporte de grupos de interés beneficiados pueda explicar el apoyo continuado para la regulación del mercado de valores. Estamos menos seguros, sin embargo, de que ese apoyo de grupos de interés sea la única explicación para la regulación del mercado de valores. Consideramos apropiado, por lo tanto, buscar las justificaciones de «interés público» para estas normas.

Examinamos en este artículo las funciones de las normas legales contra el fraude y normas obligatorias de revelación de información promulgadas por el gobierno nacional. Nuestra principal conclusión es que ni los partidarios ni los adversarios de las normas de fraude y de las normas de revelación de información han hecho un buen trabajo. Los que representan las leyes como legislación de clásico interés público, no reparan en cómo el mercado protege a los inversionistas. Los que acentúan el poder de mercado a menudo subestiman los costos de usar mercados y comparan las leyes del mercado de valores con mercados hipotéticos. La comparación apropiada no es entre la regulación y el mercado sino entre una clase de regulación y otra. Pero para la legislación nacional de mercado de valores, la regulación de los valores mobiliarios estaría en manos de los distintos estados y jueces. En el presente artículo ofrecemos algunas razones para creer que esa es la regulación que tenemos ahora. Así, no nos encontramos aptos para rechazar la explicación de grupos de interés ni la de interés público sobre la regulación de mercado de valores.

I. LA PROHIBICION FEDERAL CONTRA EL FRAUDE

A. El mercado sin intervención legal

El fraude reduce la eficiencia distributiva, así como lo hace cualquier deficiencia en la información. Es necesaria una información exacta para asegurar que el dinero se mueva hacia aquellos que le pueden dar un uso más eficiente y que los inversionistas hagan óptimas elecciones acerca del contenido de sus carteras. Un mundo con fraude, o sin información veraz adecuada, es un mundo con muy poca inversión.

Los valores son las expectativas de los ingresos futuros de las empresas. El problema en la venta de valores es que estos ingresos están sujetos a muchos riesgos, y ningún empresario puede hacer una promesa obligatoria acerca del monto de los ingresos que la empresa percibirá en todas las circunstancias posibles. El empresario o la administración de la empresa, sin embargo, cuentan con mejor información que el posible inversionista sobre la naturaleza de estas contingencias y sobre cómo la empresa actuará en caso éstas se presentaran. Algunos proyectos de negocios tienen mayores expectativas de retorno que otros; algunos directores producirán más que los otros al margen del proyecto del negocio. El mercado es ineficiente a menos que empareje proyectos, directores, y fondos hasta que los ingresos sean iguales. Las mejores combinaciones de director-proyecto deberían atraer más fondos hasta que esta condición de igualdad se vea satisfecha.

¿Cómo reconoce un inversionista las mejores combinaciones? A menos que la gente que ofrezca los mejores valores (aquellos que representan reclamos en las combinaciones superiores) pueda distinguirse a sí misma de otros, los inversionistas verán todos los valores como valores promedio. Los valores de mejor calidad se venderán a precios más bajos de los que se venderían si la información estuviera disponible y fuera menos costosa, y habrá muy poca inversión en buenos proyectos. Mientras tanto, los valores de baja calidad atraerán mucho dinero. Será barato ofrecer un valor de baja calidad, porque tales ofertas se sobrecompensarán. Los «limones» dominarán

[6] Ver: ACKERLOF. «The Market for «Lemons»: Qualitative Uncertainty and the Market Mechamism». Q.J. Econ. No. 94. p. 488. 1970.

el mercado si es que la calidad de inversiones ofrecidas empeora[6]. Ninguna empresa podría recuperar los costos de ofrecer valores de alta calidad. Tanto los inversionistas como la sociedad pierden. Esto es a grandes rasgos el retrato pintado por muchos defensores de la legislación del mercado de valores.

La existencia de dificultades de un mercado con información asimétrica no nos puede llevar directamente a la necesidad de regulación – ni siquiera a una regulación flexible como la prohibición del fraude. Existen formas por las que los vendedores de valores de buena calidad, pueden identificarse. Una de estas formas es revelando información que demuestre calidad. El comprador puede verificar parte de esta información, y con ello, otorgar credibilidad al resto de la información que no puede ser verificada. Sin embargo, la verificación de esta parte de la información, no funciona perfectamente. Se presentarán situaciones en las que la sociedad retenga información para evitar divulgar secretos comerciales que podrían ser valiosos para sus competidores. En este escenario, la sociedad se encontrará incentivada para convencer a los inversionistas sobre la existencia y valor de algún proceso de producción secreto o un producto aún no lanzado al mercado. El otro potencial problema es que los vendedores de valores de baja calidad pueden imitar la revelación de hechos comprobables, mientras hacen declaraciones falsas acerca de elementos que los inversionistas no pueden verificar. Las sociedades de baja calidad erosionan el contenido de la información revelada por otras sociedades; y, otra vez, los consumidores no pueden identificar las inversiones de alta calidad[7].

En realidad, en el mercado de valores sólo una cantidad limitada de información puede ser completamente verificada. Los inversionistas no pueden «fiscalizar» un proyecto de negocios de tal manera que los habilite a deducir cuáles serán las ganancias futuras y los riesgos. Los inversionistas ni siquiera desean efectuar tal fiscalización; ellos procuran ser receptores pasivos de una corriente de ingresos, no ser investigadores privados. Cuándo los inversionistas gastan tiempo y recursos inspeccionando o supervisando, el esfuerzo de cada uno duplicará el del otro. Un sistema de inspección por compradores reduciría el beneficio de la división del trabajo.

Incluso después de que el negocio ha estado operando por algún tiempo, es difícil determinar si un resultado inesperado es atribuible al cambio de condiciones o al azar, y no a una mala proyección del negocio. La información acerca de la situación de una industria entera proporcionará una base de comparaciones que cualquier miembro de la industria podrá verificar. Algunos de los directores y promotores de las sociedades son «jugadores repetidos», por lo que procurarán preservar sus reputaciones diciendo la verdad. Sin embargo, aun cuando esto es así, es posible que algunos promotores puedan encontrar las ganancias de un solo engaño mayores a la pérdida de su reputación por ese engaño. Así, algunas sociedades encontrarán el fraude como el proyecto con el valor neto actual más alto.

Las sociedades con valores de alta calidad deben tomar las medidas adicionales necesarias para convencer a los inversionistas de su calidad. Una medida tradicional es permitir que terceros revisen los libros societarios y los registros, terceros que certifiquen la certeza de la representación de la sociedad. El contador que certifica libros de muchas sociedades tiene un interés en mantener su reputación -y por lo tanto una posible pérdida mayor que las ganancias por una certificación falsa de cierta sociedad[8]. De la misma manera, las sociedades pueden vender sus valores por medio de banqueros de inversión que evalúan las perspectivas de la empresa, ponen su dinero para comprar las acciones para luego revenderlas, y ponen en riesgo sus reputaciones al representar a sus

[7] Este problema es más serio para valores que para la mayoría de bienes materiales, debido a la dificultad de verificación. Un vendedor de un casa puede esperar que los compradores verifiquen el área de la casa, la posibilidad de existencia de termitas y otros defectos estructurales. Un vendedor de carbón no espera que el comprador compruebe que el carbón encenderá con otro líquido, pero cualquier información falsa afectará la probabilidad de futuras compras, de tal manera que el vendedor tiene pocos incentivos para mentir. Muchos vendedores tienen a sus competidores ansiosos por que emitan algunas declaraciones falsas. Todos estos competidores son muy efectivos en el control de información, sin importar lo que la ley diga sobre el fraude.
Ver: POSNER, Richard. «The Regulation of Advertising by the FTC», 1973; DARBY y KARNI. «Free Competition and the Optimal Amount of Fraud», J.L. & Econ. No. 16. p. 67. 1973; NELSON, «Advertising as Information». J. Pol. Econ. No. 82. p. 729. 1974. Dado que cada valor representa un interés en un único proyecto, ni las declaraciones de los competidores, ni las posibles ventas repetidas imponen limitaciones, y es muy difícil para el comprador, verificar las declaraciones antes de la venta.

[8] Ver: BENSTON, George. «Security for Investors», *En:* Instead of Regulation 169. p. 172 (R. Poole ed. 1981); DeANGELO. «Auditor Size and Audit Quality». J. Acct. & Econ. No. 3. p. 183. 1981.

clientes[9]. Cuanto más grande es la relación entre el auditor o el banquero de inversión con el emisor, este método de comprobación es más efectivo. Esto explica por qué existen sindicatos de banqueros de inversión para distribuir los valores, aun cuando cualquiera los podría manejar solo. La sindicación incrementa la calidad del capital que está detrás de la oferta.

Las sociedades por sí mismas pueden tomar las medidas necesarias para hacer sus revelaciones más creíbles. Una de esas medidas es asegurar que sus directores sean titulares de un porcentaje importante de sus acciones. Esto puede ser logrado por opciones de compra de acciones o por «acciones baratas» cuando la sociedad es materia de una oferta pública, así como también por medio de la inducción a los directores a comprar acciones en el mercado. Entonces, si a la empresa le va mal, los directores pierden con los demás inversionistas. Cuánto mayor calidad tengan las acciones, mayor será la cantidad de ellas que los directores estarán dispuestos a tener en carteras diversificadas. Y mientras más acciones tengan los directores, mayor disposición de los inversionistas para creer en las declaraciones de la empresa[10]. Otra medida posible es publicar las deudas que podrían llevar a la sociedad a un estado de insolvencia. Esta estrategia quizás parezca inverosímil, pero hay que considerar que la insolvencia impone costos muy altos en las carteras y carreras de los directores. Al usar el apalancamiento para incrementar el riesgo de la insolvencia, las sociedades con los mejores proyectos y, por tanto, con los costos más bajos de insolvencia, pueden certificarse a sí mismas frente a los inversionistas[11]. Los administradores de la sociedad pueden establecer un método de certificación por medio de pagos altos también. Esto es atractivo para los inversionistas porque el pago sólido de dividendos obliga a los administradores a retornar al mercado de capitales de manera continua, y en el regreso la sociedad se somete nuevamente a la certificación de nuevos posibles inversionistas[12]. Finalmente, los directores podrían justificar sus declaraciones de la manera tradicional: mediante promesas legalmente exigibles (quizás garantizadas por pólizas de seguros) de pago a los inversionistas, si es que la sociedad hace menos de lo que prometió (quizás, por ejemplo, en una comparación con un índice del mercado). La persona que tiene este derecho miraría muy detenidamente la actuación de la sociedad. Lo que se consigue con ello es que sólo las sociedades de alta calidad puedan encontrar garantes solventes, y los inversionistas puedan ser protegidos.

Incluso en un mercado sin una norma anti-fraude, estos métodos de verificación ofrecerían a los inversionistas una protección sustancial y harían posible la captación de dinero por parte de las sociedades de alta calidad. A fin de cuentas, los inversionistas no necesitan donar dinero para nuevas empresas. Ellos pueden colocar su dinero en bonos del tesoro o cuentas bancarias sin riesgo; pueden invertir en entidades de servicio público reguladas que tienen un riesgo muy pequeño; o pueden comprar terrenos u otros bienes productivos. Las sociedades nuevas o menos conocidas pueden obtener dinero sólo si ellas mismas ofrecen paquetes más atractivos que los ya existentes.

B. Los efectos de una ley anti-fraude

Por las razones ya mencionadas, una regulación anti-fraude no es un ingrediente esencial del mercado de capitales. Sin embargo, cada uno de estos métodos de certificación es caro. El establecimiento y la operación de auditores, bancos de inversión y *underwriters* son muy costosos. Las estrategias de deuda y dividendos traen consigo costos de transacción; los directores deben ser remunerados con un *plus* por la diversificación de sus carteras, y su posición de riesgo los puede dirigir a tomar decisiones ineficientes en sus inversiones. Mientras que la verificación de miles de compradores puede ser el método más costoso de todos.

Una ley anti-fraude puede reducir estos costos, especialmente para las nuevas sociedades. La pena para el fraude encarece para las sociedades de baja calidad la imitación a las sociedades de alta calidad por medio de revelaciones falsas. Una ley anti-fraude impone

[9] Ver BENSTON, George. «Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA». 1976; FISCHEL, Daniel. Insider Trading & Investment Analysts: An Economic Analysis of *Dirks v. Securities and Exchange Commission*», Sup. Ct. Econ. Rev., No. 3 1984; GILSON, Ronald y Reinier KRAAKMAN. «The Mechanisms of Market Efficiency» Va. L. Rev. No. 70. p. 549. 1984; SMITH. «Comments on Jarrell» J.L. & Econ. No. 24. pp. 677, 678, 1981.

[10] Ver: STIGLITZ, Joseph. «Information and Capital Markets». En: Financial Economics: Theory and Application. pp. 118, 120. 1982.

[11] Ver: GROSSMAN y Oliver HART. «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. En: The Economics of Information and Uncertainty» p. 107 (J. McCall ed. 1982); ROSS. «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach». Bell J. Econ. No. 8. p. 23. 1977.

[12] Ver: EASTERBROOK, Frank. «Two Agency-Cost Explanations of Dividends» Am. Econ. Rev. No. 74. pp. 650. 1984.

bajos o ningún costo para las sociedades honestas y de alta calidad. Así, facilita el ofrecimiento de garantías a un costo bajo a las sociedades de alta calidad[13]. La garantía de información, si es exigible, hace innecesaria la verificación de información por parte de los compradores y la implementación de una certificación costosa para los vendedores[14]. Los gastos de la oferta de valores de alta calidad bajan mientras los gastos de la oferta de valores de baja calidad suben.

Sin embargo, la legislación anti-fraude no reducirá a cero los costos de las empresas de alta calidad porque la ley puede resultar no exigible por ausencia de un adecuado sistema de ejecución. Las sociedades todavía implementarán algunas medidas adicionales de certificación. Además, una ley anti-fraude no tiene mucho efecto cuando una sociedad es silenciosa. El silencio de una sociedad cuyos valores se negocian en el mercado secundario, podría significar ausencia de noticias, noticias malas, o noticias buenas que no se pueden revelar porque la revelación beneficiaría a los competidores. Los inversionistas cuentan con incentivos para investigar y encontrar el significado del silencio, y las sociedades contraerán los costos para preservar el secreto o para comunicar las noticias sin decir mucho. La ley anti-fraude y otros métodos de certificación son en algunos aspectos complementarios y, en otros, sustitutos.

La norma anti-fraude implica también costos. Los costos de fiscalización del cumplimiento de la norma son obvios (investigaciones, personal judicial, etc.). Los costos de un *overenforcement* o una aplicación inexacta de la norma son más difíciles de percibir pero no menos reales. Comencemos con un caso extremo de aplicación inexacta de la norma. Supongamos que la probabilidad de ser procesado por alguna declaración dada es 55% si la declaración es falsa, y 45% si la declaración es verdadera. Esto podría suceder si, por ejemplo, los fiscalizadores y los tribunales adoptan una teoría de «responsabilidad objetiva» y penalizan a todas aquellas sociedades cuyas proyecciones de ganancia resultaron erróneas. Porque las condiciones del mercado modifican muchos planes, aun esas sociedades honestas que revelaron información cierta, podrán fallar; mientras que las sociedades que dicen mentiras podrían triunfar. Los procesos se iniciarían contra muchas empresas honestas, y muchas sociedades poco honradas escaparían.

La fuerza disuasiva de cualquier norma es la diferencia entre cómo la norma trata a los que obedecen y cómo trata a los que desobedecen. Si la diferencia es pequeña -si, por ejemplo, una persona que maneja a 55 millas por hora tiene una probabilidad sólo un poco menor de ser sancionada que una persona que maneja a 85 millas por hora- entonces la norma no disuade. Si hay ganancias por la violación de la norma, uno puede optar por violarla. Un mundo con una aplicación inexacta de la norma es semejante a un mundo sin ninguna aplicación de la misma. Las declaraciones ya no son confiables a menos que la sociedad emprenda métodos caros de certificación y verificación, descritos en la sección anterior; e incluso las sociedades honestas dirán tan poco como sea posible para evitar pagar la pena por mentir. Cuanto mayor sea la pena, mayor deberá ser la discriminación en la aplicación de la norma, con la finalidad de prevenir el desincentivo de una conducta apropiada y el incentivo de una conducta no deseada. Esta es una de las razones por las que los procedimientos en el derecho penal requieren un grado más alto de prueba.

Una aplicación exagerada de la norma es semejante a la aplicación indiscriminada. Para cualquier incumplimiento de la norma hay un nivel óptimo de su aplicación en el que los costos de gastar un dólar adicional en la aplicación iguala a las ganancias de reducir la incidencia del incumplimiento. El nivel óptimo de la aplicación permite que algunas infracciones ocurran porque los costos de sancionar estas infracciones exceden los costos de las infracciones mismas. Las penas excesivas para el fraude -especialmente si estas penas están disponibles en acciones iniciadas por demandantes privados -pueden originar una aplicación exagerada de la norma y una disuasión excesiva de declaraciones veraces[15].

La ley anti-fraude, entonces, es muy beneficiosa cuándo los costos de aplicación de la norma son bajos y cuando es posible separar las falsas informaciones de las declaraciones que, aunque verdaderas, no

[13] Para un análisis similar, ver: BEAVER, William. «The Nature of Mandated Disclosure». *En:* SEC Advisory Committee on Corporate Disclosure, Report of Recommendations. pp. 618, 637-639. 1977.

[14] Ver: Grossman. «The Informational Rule of Warranties and Private Disclosure About Product Quality». J.L. & Econ. No. 24. p. 461. 1981.

[15] Ver: EASTERBROOK, Frank. «Detrebling Antitrust Damages». J.L. & Econ. No. 28. (June 1985); LANDES, William y Richard POSNER. «The Private Enforcement of Law». J. Legal Stud. No. 4. p. 1. 1975.

predicen exactamente el futuro. Los costos de aplicación de la norma son menores, y también la posibilidad de error menor cuando las investigaciones se concentran en declaraciones verificables antes que en predicciones. La administración de la SEC sobre las normas del mercado de valores ha puesto especial énfasis en la necesidad de hacer declaraciones antes que proyecciones históricas exactas que no se requieren. Este enfoque es consistente con uno en el cuál las normas anti-fraude se usan donde rinden la mayor cantidad de beneficios netos[16].

C. ¿Por qué la ley anti-fraude es nacional?

En 1933 cada estado de los Estados Unidos tuvo una ley anti-fraude. ¿Cuál fue entonces, la razón por la que se emitieron muchas normas nuevas en las leyes de 1933 y 1934? Los partidarios de estas leyes generalmente alegan que las normas nacionales eran necesarias porque las normas estatales eran «ineficaces» (presenciaron el descubrimiento de fraudes), pero esto no es una buena explicación. La existencia o incluso el aumento de fraudes no prueban que las leyes estatales contra el fraude eran «ineficaces», así como la existencia de asesinatos no demuestra que la legislación penal estatal es «ineficaz» y que debería ser reemplazada por una norma nacional del asesinato impuesta por una «Comisión Federal del Homicidio».

La justificación de las normas federales se sustenta en la eficiencia de sancionar, en un caso, todos los reclamos que surgen de una sola transacción. Muchas nuevas emisiones de valores son vendidas a compradores en varios estados; incluso aquellas emisiones colocadas dentro de un solo estado, últimamente se encuentran en manos de inversionistas de otros estados; quizás porque estos inversionistas cambian de domicilio. Así, casi todas las sociedades más importantes venden sus valores en mercados interestatales. Si los reclamos que surjan sobre estos valores fueron procesados en el lugar del domicilio de los demandantes, existirían múltiples procesos por cada emisión de valores, con la posibilidad de decisiones y estándares legales contradictorios. Los procesos anti-fraude involucran generalmente documentos escritos, y existen buenas razones por las cuales un inversionista desearía tener un reclamo idéntico litigado en múltiples jurisdicciones.

Las leyes del mercado de valores crean el servicio nacional de estos procesos y tienen una norma liberal que permite que una misma controversia consolide varios litigantes y todos reclamen en un solo foro[17]. La acción de clase creada por la *Rule 23* de las Normas de Procedimientos Civiles facilita el agrupamiento de todos los demandantes. Nosotros discutiremos en la Parte III del presente artículo algunas de las razones por las que una sola norma debe regular lo que puede o no puede ser revelado y lo que puede resultar beneficioso. Por ahora, basta con notar que la prohibición federal del fraude sería benéfica aunque en el proceso federal se apliquen múltiples normas basadas en leyes estatales.

II. REVELACIÓN OBLIGATORIA

A. La revelación y el aspecto de bien público de la información

En un mundo con una regla anti-fraude pero sin un sistema de revelación obligatoria, las empresas podrían permanecer calladas con impunidad[18]. Si revelaran información, podrían hacerlo de la manera en que ellos quisieran, siempre que no mintieran. Podrían intentar vender valores mediante anuncios en revistas y en televisión, protagonizados por provocativas modelos o por manadas de toros, como lo hacen los vendedores de otros productos.

Un sistema de revelación obligatoria limita sustancialmente la capacidad de las empresas de permanecer calladas. De la misma manera, controla el tiempo, el lugar y la forma de la revelación. Las empresas deben esperar hasta que se inscriba una declaración de registro antes de decir algo que pueda ser interpretado como oferta (la regla de «*gun jumping*»); deben esperar, además, hasta que la declaración del registro sea efectiva y se haya entregado un prospecto antes de poner algo más por escrito (la regla de «*free writing*»); deben, por último, enviar los prospectos y los

[16] Ha existido críticas de la SEC respecto del énfasis en los datos históricos. Nuestra discusión sobre los costos y beneficios de las reglas anti-fraude revela que las fiscalizaciones se concentran en declaraciones «*hard*», mientras que los mecanismos de certificación y verificación privada tratan temas de proyección y opinión.

[17] 15 U. S. C. § 78aa, 1982. Ver: LEROY v. Great W. United Corp., 443 U.S. 173, 178-179, 1979.

[18] Ésta es una afirmación exagerada, porque la distinción entre no informar y la tergiversación no es siempre clara. El no hablar puede ser visto como una representación implícita de que «nada ha cambiado». Las leyes de valores reconocen esto penalizando la omisión de hechos materiales necesarios para que las verdaderas revelaciones no sean engañosas. Volvemos a esto en la Parte III.

proxy statements[1] en los momentos establecidos pero no pueden recurrir a anuncios en televisión.

¿Qué es lo que un sistema de revelación obligatoria añade a la prohibición de fraude? La justificación implícita del interés público de las reglas de revelación es que los mercados producen «muy poca» información sobre sus valores cuando la única regla existente es la que prohíbe el fraude. Uno con frecuencia escucha la afirmación de que la información es un «bien público», lo que significa que ella puede ser utilizada sin agotarse y que el productor de información no puede excluir a otros de recibir los beneficios. Si el productor de la información no puede obtener todo su valor, se produciría muy poco. Parece ser que tiene virtudes una regla que exige la producción de toda la información que produzca ganancias apropiables.

Esta razón nos hace avanzar un poco. En un aspecto, ésta demuestra demasiado. Nadie puede apropiarse totalmente del valor de la información sobre la pasta de dientes, pero no existe una regla federal acerca de revelar la eficacia de prevenir caries de la pasta de dientes. ¿Por qué los valores son diferentes? Dejamos los demás productos a los mercados competitivos porque se concluye que las personas que hacen o usan un producto (o lo prueban como lo hace la Unión de Consumidores) obtendrán lo suficiente de las ganancias de la información para hacer que los mercados sean razonablemente eficientes.

De manera similar, aquellos que se informan sobre los valores pueden beneficiarse con su información. No pueden obtener todos los beneficios, porque otros en el mercado deducirán las noticias, y el precio de los valores se ajustará. El nuevo precio «contendrá» las noticias, impidiendo que la persona que primero se informó obtenga más beneficios. Sin embargo, esto también significa que el valor de las noticias decaerá rápidamente en los mercados de valores; la información se «agota» cuando las demás personas perciben la situación, y entonces dichas personas tendrán sus propios incentivos de salir y encontrar información[19].

La versión más sofisticada de la explicación sobre bienes públicos es que aunque los inversionistas producen información, producen mucha y muy poca información. Producen muy poco porque los beneficios no son perfectamente apropiables. Si la información vale cien dólares para los inversionistas como grupo, pero ninguno puede capturar más de diez dólares de ganancia, entonces ninguno obtendrá información con un valor de más de diez dólares. Los inversionistas producen mucha información, si es que varios de ellos producen la misma porción de información valorada en diez dólares (producción repetida). El argumento concluye que la revelación obligatoria evitaría la producción de información repetida.

La otra fuente de producción excesiva es la ganancia obtenida por pronosticar el futuro. Alguna información, como las ganancias trimestrales de una empresa, ofrece oportunidades para negociar ganancias; la persona que obtiene las noticias primero puede lograr grandes ganancias. Sin embargo, en un sentido importante, la información no tiene valor. Negociar sobre noticias que de todas maneras ocurrirán no cambia el futuro ni lleva a mejores inversiones en nuevos valores. El precio finalmente cambiará para reflejar los verdaderos ingresos. Que cambie un día más rápido no es mucho tiempo para la eficiencia distributiva. La tentación de negociar ganancias puede inducir a las personas a gastar mucho esfuerzo y otros recursos «venciendo al mercado». Mucho de esto es desperdicio porque la oportunidad de ganancias es mayor que las ganancias de eficiencia de apurar la transición de los precios[20]. El argumento concluye al observar que la inmediata revelación de información por la empresa afectada extinguirá la oportunidad del negocio. Cuando todos conocen la verdad, nadie puede especular sobre ella. Los inversionistas como grupo pagarían para que estas ganancias comerciales (y la costosa búsqueda de información) fueran eliminadas[21]. ¿Qué mejor manera de hacer esta revelación obligatoria que por la empresa que conoce la verdad?

Estos argumentos tienen un problema común: no unen el beneficio de la revelación y el

[1] Nota del Traductor: un *proxy statement* es la declaración que realizan los accionistas antes de votar mediante poder.

[19] Ver Manne, nota 4 *supra*, at 24-23. El dinámico proceso por el cual los mercados de valores trasladan [impound] la información sobre los precios, extinguiendo el valor de las «noticias viejas» mientras que crea incentivos para encontrar «noticias nuevas», es descrito en GROSSMAN & STIGLITZ. «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets». Am. Econ. Rev. No. 70. p. 383. 1980.

[20] Ver, HIRSHLEIFER. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity». Am. Econ. Rev. No. 61. p. 561. 1971. Ha habido una disputa sustancial sobre la interpretación y la magnitud de este efecto, pero no necesitamos entrar en este debate en el presente trabajo.

[21] Ésta es una observación de un lugar común en la literatura sobre la búsqueda de ingresos [rent seeking].

beneficio de la revelación obligatoria. Si la revelación fuera valiosa para los inversionistas, la empresa puede beneficiarse proporcionándola. La empresa tiene una relación jurídica con sus inversionistas, y el Teorema de Coase sugiere que la empresa y los inversionistas pueden cerrar un negocio mutuamente beneficioso[22]. Una decisión de la empresa «coordina» efectivamente los actos de muchos inversionistas que no podrían negociar directamente.

Para ver como funciona, tome un simple ejemplo de una empresa que quiere emitir nuevos valores[23]. La empresa tiene un proyecto (digamos, la fabricación de una nueva computadora) con expectativas de que será lucrativo. Sin embargo, si la empresa simplemente solicitara dinero sin revelar el proyecto ni los administradores involucrados, no obtendrá nada. Los inversionistas asumirían lo peor, porque ellos razonarían que si la empresa tuviera algo bueno que decir lo haría por ella misma. El silencio significa malas noticias. Una empresa con un buen proyecto, buscando distinguirse de una empresa con un proyecto mediocre (o sin ningún proyecto), revelaría la cantidad suficiente de información. Esto es, revelaría más y más en la medida en que el costo de la revelación (tanto costos directos de la difusión como costos indirectos de dar información a sus rivales) valiera la pena para los inversionistas como conjunto.

La empresa negocia con todos los inversionistas actuales y eventuales. A diferencia de un inversionista que negocia sólo con una porción de las acciones de una empresa, y por ende no puede capturar el valor total de la información, la empresa controla todas sus inversiones y puede apropiarse del valor total de la información. La empresa que divulga más puede vender sus acciones por más, de hecho por tanto como sea el valor total de la información.

El proceso funciona tanto para malas noticias como para buenas noticias. Una vez que la empresa comienza a revelar no puede dejar de hacer ninguna revelación crucial, porque los inversionistas siempre asumirán lo peor. Debe revelar lo bueno y lo malo, a fin de que los inversionistas no asuman que lo malo es aún peor de lo que es. Y la empresa no puede sostener su afirmación por ella misma. La mera revelación sería suficiente si la regla anti-fraude fuera perfectamente aplicada, pero no es así. Así, la empresa utiliza herramientas de certificación y verificación descritas en la Parte I. Dadas dichas herramientas, una regla que exige la revelación parece redundante, y si es que la sanción en caso de fraude y las herramientas de verificación no funcionan, una regla que exige la revelación tampoco es apta para ser aplicada.

El principio de revelación autoinducida como solución al problema de la falta de derechos de propiedad sobre la información se aplica a la negociación en el mercado secundario así como a la emisión inicial de las acciones. Los inversionistas de la empresa siempre quieren poder vender sus acciones en el mercado secundario por el valor más alto posible. Su aptitud para hacerlo depende del flujo de información confiable (de lo contrario potenciales compradores reducirían los precios de sus propuestas, asumiendo lo peor). Para mayor información sobre la empresa, la empresa por ella misma puede crear y distribuir su conocimiento a menor valor que los accionistas, y la decisión de la empresa, debido a que refleja el valor de todos los accionistas, será correcta en el agregado. Una empresa que quiere el precio más alto posible cuando emite acciones debe tomar todos los

---

Imagínese 10 empresas igualmente calificadas compitiendo por una licencia de radio valorizada en $ 1,000. La oportunidad de cada una de obtener dicha licencia vale $ 100, y cada uno gastará hasta $ 100 en gastos de promoción y *lobby* para conseguir la licencia. El valor neto de cada empresa es $ 100 menos los gastos. Mientras que una empresa haga *lobbies*, las otras también deberán hacerlos. Las empresas le pagarían alguien para detenerlas de hacer *lobby*; si ninguna empresa gastara estos recursos la oportunidad tendrá un valor esperado de $ 100 para cada empresa. Lo mismo ocurre en los mercados de valores. Cada inversionista puede intentar conseguir un margen sobre los demás, pero mientras que estos esfuerzos solamente anticipen el futuro y no produzcan mejores inversiones inicialmente, éstas son un desperdicio y todos ganan si se eliminan. Ver TULLOCK. «Efficient Rent Seeking». En: Towards a Theory of the Rent-Seeking Society 97, J. Buchanan, R. Tollison & G Tullock editores, 1980. Ver también BARZEL. «Some Fallacies in the Interpretation of Information Costs». J.L. & Econ. No. 20. p. 291. 1977. (señalan cómo los mercados desarrollan soluciones a los problemas de la búsqueda ineficiente); KENNEY & KLEIN. «The Economics of Block Booking», J.L. & Econ. No. 27. p. 497. 1983 (señalan lo mismo).

[22] COASE. «The Problem of Social Cost». J.L. & Econ. No. 3 p. 1. 1960.

[23] La economía de esto ha sido formalizada por GROSSMAN, nota 14 *supra*, y GROSSMAN & HART. «Disclosure Laws and Takeover Bids», J. Fin. No. 35. p. 323. 1980. Aunque los modelos formales asumen que el costo de transmitir la información es cero y que una prohibición del fraude es perfectamente exigida, en el texto señalamos que las claras líneas del argumento no dependen de estas suposiciones. Ver también BENTSON. «Required Periodic Disclosure Under the Securities Acts and the Proposed Federal Securities Code». U. Miami L. Rev. No. 33. p. 1471. 1979, para una exposición similar.

pasos de los costos justificados para hacer que las acciones sean valorizadas en el mercado secundario, así que debe hacer una promesa creíble de que continuará divulgando[24].

La evidencia confirma esto. Las empresas han venido divulgando los hechos más importantes sobre sí mismas – y certificando dichos hechos por terceros – desde que éstas existen. Es posible rastrear el uso de auditores desde los inicios de la sociedad anónima, y desde la ley de 1934, que creó el requisito de revelación de información anual para las compañías listadas, se convirtió en ley que cada empresa que comercializaba en mercados nacionales debía hacer voluminosas revelaciones públicas certificadas por auditores independientes[25]. Entre 1934 y 1964, la revelación anual se exigía sólo a empresas negociadas en mercados de valores nacionales (en 1964 el estatuto fue modificado para incluir a todas las empresas con más de un número específico de inversionistas). Las empresas podían evadir la revelación deslistándose o no listando desde un inicio. Sin embargo, las empresas ansiosamente se inscribían en una bolsa de valores y divulgaban; las empresas no listadas también divulgaban cantidades sustanciales de información, siguiendo el patrón establecido por aquellas cubiertas por la norma. Incluso hoy, los valores estatales y de los gobiernos locales están exentos de las reglas de revelación obligatoria, sin embargo, estas emisoras proporcionan rutinariamente voluminosa información a los compradores.

La revelación con el propósito de satisfacer las dudas de los inversionistas también reduce (a un grado apropiado) los incentivos de éstos para buscar demasiada información comercial. El problema, como ha sido descrito antes, es que conocer el futuro crea oportunidades de ganancias sin que los inversionistas como grupo mejoren. Debido a que buscar dicha información es costoso, los inversionistas como grupo ganan si las empresas divulgan información para minimizar las oportunidades y así minimizar también los incentivos de la búsqueda. Los ingresos netos de un valor mobiliario son su retorno bruto (dividendos más cualquier distribución por liquidación) menos el costo de la información y de las transacciones para poseer el valor mobiliario. Una empresa puede incrementar este ingreso neto fácilmente reduciendo el costo de poseer acciones así como incrementando sus ganancias comerciales. Las empresas que prometen hacer revelaciones con este propósito prosperarán relativamente frente a otras, porque sus inversionistas incurrirán en costos relativamente menores y podrán ser más pasivos con seguridad. Mientras más convincente sea la promesa, más pagarán los inversionistas por las acciones.

B. Limitaciones del modelo de revelación voluntaria

Que la información es un bien público significa que los inversionistas actuando independientemente consiguen una cantidad errónea de información, por las razones que hemos explicado, el propio interés de los administradores de las empresas los lleva a proporcionar aproximadamente la cantidad de información que los inversionistas como grupo desean. Sin embargo, esta cantidad es «aproximada» debido a los costos de certificación y verificación en el suministro de información. Si las reglas de revelación, como las reglas anti-fraude, pudieran reducir los costos, entonces la revelación por las empresas mejoraría. Volveremos a esto en la Parte III. Existe otra razón de por qué las revelaciones por las empresas no pueden ser óptimas: los efectos sobre terceros.

La información producida por una empresa para sus inversionistas puede ser valiosa para los inversionistas de otras empresas. Las declaraciones de la Empresa A pueden revelar algo sobre la industria en la que la Empresa A opera – aunque sea el tamaño de la producción anticipada de A – que otros participantes de la industria pueden usar al planear sus propias operaciones. Puede haber otros beneficios colaterales para los inversionistas de empresas rivales. Sin embargo la Empresa A no puede cobrar a los inversionistas en las demás empresas por los beneficios, aunque ellos estuvieran dispuestos a pagar por ellos. Debido a que no se puede cobrar, la información estará sub-producida.

El problema está relacionado con el dilema del prisionero. Las empresas y los inversionistas, actuando como un grupo, quieren que las empresas divulguen información con

[24] Esto se sigue de la doctrina sobre la agencia, que señala que los administradores soportan los costos si es que no llevan pasos de costos justificados para reducir los costos netos de la administración. JENSEN & MECKLING. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», J. Fin. Econ. No. 3. p. 305. 1976.
[25] Sobre la historia, ver WATTS & ZIMMERMAN. «Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm», J.L. & Econ. No. 26. p. 613. 1983. Sobre los estado de los asuntos de 1934, ver BENSTON. Required Disclosure and the Stock Market: an Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934». Am. Econ. Rev. No. 63. p. 132. 1973. No todas las empresas revelaron las mismas cosas, lo que crea problemas a los que regresaremos.

componentes de la empresa y de la industria específica. Cada empresa actuando independientemente no lo haría, en parte porque las otras se convertirían en *free riders* y en parte porque un segmento de la información (como la relacionada a nuevos productos) puede dar una ventaja competitiva a los rivales. Cada empresa estará dispuesta a revelar, solamente si se les exige a todas las demás hacer lo mismo. Entonces, los costos y cualquier riesgo del negocio estarían distribuidos más equitativamente. En ausencia de alguna exigencia o de un fuerte incentivo para revelar, cada empresa querrá ser una *holdout* (resistente a la obligación de informar).

Existe un problema de *free riding* similar en la revelación de información que facilita la comparación entre empresas. La Empresa C puede saber algo que la hace relativamente atractiva frente a la Empresa D. Sin embargo, no puede transferir efectivamente dicha información, sin transferir información acerca de los planes y prospectos de D. La información sobre D redundaría en parte en beneficio de los inversionistas actuales o eventuales de D, y la Empresa C no podrá ser compensada. La Empresa C podría apropiarse de parte de la ganancia comprando o vendiendo acciones de D, pero ésta es una transacción costosa, y la Empresa C no podrá apropiarse de la ganancia total sin ser enteramente propietaria de D, E, F, G, y así sucesivamente. Un incremento en el tamaño de las empresas para permitir una mayor internalización de la información tiene otros costos, que incluyen el monopolio y la reducción de la capacidad de los inversionistas de diversificar su cartera.

La Empresa C encuentra dificultad en apropiarse del valor de la información afectando las características de los ingresos riesgosos. Mientras menor sea el grado de diferencia entre las empresas, mayor será el desperdicio en las revelaciones que una empresa hará, y más pobres serán los incentivos de las empresas para revelar. Muchas empresas tienen características de retornos de riesgo similares. Alguna forma de acción colectiva (sea o no mediante el gobierno) en principio podría ser beneficiosa. Determinar el método para abordar el problema de la acción colectiva que genere los menores costos netos es un problema empírico.

O suponga que existe un formato óptimo para comunicar información a los inversionistas. Algunas revelaciones son fáciles de entender o verificar que otras, mientras que otras revelaciones tienden más a ocultar que a revelar información. Si los contratos entre los inversionistas en sociedad pudieran suscribirse sin costos, los inversionistas exigirían a todas las empresas identificar y utilizar el formato óptimo para la revelación. Sin embargo, los costos podrían ser muy altos para una empresa actuando por sí sola. La forma óptima de revelación podría conllevar al uso de algunos lenguajes especializados (podríamos pensar en principios de contabilidad, con sus definiciones detalladas, como un lenguaje especializado de revelación), sin embargo, ninguna empresa puede obtener una gran participación en los beneficios de inventar y emplear dicho lenguaje; otras podrían utilizar el formato sin cargo alguno. Algunas veces, también, la facilidad de utilizar un método dado de revelación dependerá de que las otras empresas adopten el mismo formato, para facilitar las comparaciones entre inversiones. Otras empresas podrían no estar ansiosas de cooperar.

Las reglas de revelación obligatoria promulgadas por el gobierno son un medio para lograr la estandarización, pero no se sigue que la revelación obligatoria sea necesaria. Los mercados frecuentemente idean ingeniosas soluciones para los problemas de información. En efecto, los problemas enfrentados por los vendedores de valores no son diferentes a aquellos involucrados en traer nuevos productos al mercado. La venta masiva de discos y de sistemas de estéreo se facilitó por el desarrollo de velocidades estándar de grabación. La televisión a color no fue factible hasta que los fabricantes y los transmisores acordaron un método estándar de transmisión. Los nuevos equipos de discos compactos láser son asistidos en la competencia contra las cintas y los discos por el estándar promulgado por Philips, el tenedor de una importante patente. Algunas veces las asociaciones comerciales pueden idear dichos estándares, como la industria de los equipos eléctricos y, en parte, la industria de la contabilidad lo han hecho. Si la estandarización puede ser lograda de manera más barata mediante respuestas privadas o gubernamentales es una pregunta empírica.

C. Métodos privados o competitivos de crear la revelación óptima

1. Intermediarios de Información

Hasta ahora hemos asumido que las empresas esencialmente actúan por sí mismas al crear y comunicar información a los inversionistas. Algunas veces las empresas no revelarán información porque los costos de esta autoayuda exceden el valor de la información. Algunas veces no revelarán información porque la información disminuirá en lugar de incrementar el valor de la empresa, aunque los inversionistas ganarían al tener dicha información; la información sobre un nuevo producto o una nueva tecnología podría encontrarse en esta categoría. Debido a estas «buenas» razones para no revelar información, los inversionistas no pueden inferir inequívocamente que la falta de noticias son malas noticias; el poder del modelo de revelación de información voluntaria se reduce, y las empresas altamente cualificadas tendrán problemas al distinguir sus ofertas de aquellas de las de las empresas de baja calificación.

Los intermediarios de la información son una solución parcial a estas dificultades. Considere el caso de una empresa que quiere recaudar dinero para tomar ventaja de un descubrimiento tecnológico, del cual no puede revelar detalles. La empresa puede revelar la información a un *underwriter*, quien pondrá un precio apropiado a los valores. Los inversionistas reconocen que los *underwriters* podrían tener la información que no ha sido revelada al público y que tienen interés de no defraudar a los clientes por su reputación. Entonces, los inversionistas pagan más por estos valores que lo que pagarían por aquellos de empresas semejantes que no han hecho tales descubrimientos. Las empresas también pueden difundir las noticias indirectamente –aunque no tan bien, debido a que los intereses de los intermediarios por su reputación son más débiles– revelando porciones de información a analistas de inversiones o a otros intermediarios, que las comunican al público mediante recomendaciones en vez de comunicarlas mediante la revelación de detalles[26].

Los contadores también sirven como intermediarios. Hemos enfatizado anteriormente que los contadores reducen el costo de verificar la información porque ponen su reputación detrás de la precisión de las revelaciones de una empresa. Más aún, hasta el punto en que los contadores adoptan un lenguaje común, sirven a la función de estandarizar (reduciendo los costos de) toda cantidad de información revelada. Los contadores expanden sobre todas las empresas los costos de crear y mantener dicho lenguaje estándar. Por supuesto que los contadores pueden enfrentar presiones de empresas individuales para que abusen de su lenguaje, o pueden ser incapaces de ponerse de acuerdo en un lenguaje común en general; la intervención gubernamental puede reducir estos costos de acuerdo y de ejecución.

Obviamente los intermediarios de la información no pueden asegurar la precisión o la integridad de tal información. Sus empleados pueden ser incompetentes o embaucadores; ellos revisan los eventos periódicamente más que continuamente, así que la situación puede cambiar entre su inspección y el momento en que el inversionista actúa confiadamente. Pero cualquier otro instrumento de revelación de información tiene estos problemas también. El asunto relevante es que los intermediarios de la información incrementan la cantidad de información precisa sobre las empresas que puede ser transferida a los inversionistas.

2. Negociantes informados

Algunos negociantes saben más que otros. Los *insiders* y aquellos que reciben información de los *insiders*, *brokers*, aquellos que bosquejan inferencias, y aquellos que compran información de los mejor informados (como analistas y administradores de carteras de valores) son comerciantes informados. Las personas se informan para «vencer al mercado» y obtener mejores ingresos. Sin embargo, su habilidad para obtener dichos ingresos es limitada, por el hecho de que otros inversionistas siguen la misma estrategia y negocian sobre la información adquirida. Otros negociantes se informan, y el mismo hecho del negocio –moviendo el precio de la acción hacia aquel que los inversionistas informados piensan que es «correcto»– ocasiona que el precio de la acción incorpore el valor de la información que dicho

[26] Para un análisis similar sobre intermediarios financieros (mas que de información), empresas invierten en otras empresas, ver CAMPBELL & KRACAW. «Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation», J. Fin. No. 35. p. 863. 1980. Ver también BENSTON. «Accounting Standards in the United States and the United Kingdom: Their Nature, Causes, and Consequences», Vand. L. Rev. No. 28. p. 235. 1975; BENSTON. «The Market for Public Accounting Services: Demand, Supply, and Regulation». Acct. J. No. 2. p. 2, 1979, con un tratamiento similar al que ofrecemos más adelante.

negociante posee. Cuando el precio alcanza un nivel al cual los negociantes informados son indiferentes entre ser compradores y vendedores, el precio transfiere la información sobre la empresa más efectivamente y más barato que la revelación directa. El negocio nunca será totalmente revelador; los negociantes desinformados pueden no saber si los negociantes particulares están motivados por nueva información o por ajustes del portafolio. Sin embargo, negociar y no negociar por sujetos informados proporciona a otros inversionistas una gran cantidad de información[27].

3. Bolsa de Valores

Los mercados de valores organizados reducen los costos de transacción[28]. Al hacer más fáciles los intercambios a las partes con diferentes creencias sobre el futuro a negociar, los mercados de valores organizados aumentan la liquidez y reducen el riesgo innecesario de invertir. Mientras mayor sea la liquidez del mercado secundario, más exitoso será el mercado de valores. Debido a que el éxito de un mercado de valores depende de la cantidad de negocios, los mercados de valores tienen incentivos para adoptar reglas que gobiernan el intercambio que opera en beneficio de los inversionistas. Tales reglas atraen más intercambios, reduciendo el costo e incrementado las ganancias de aquellos que administran los mercados de valores.

Los mercados de valores obtienen ganancias, por ejemplo, mediante la adopción de reglas que minimizan la cantidad de engaños cometidos por las empresas listadas, porque los inversionistas que son engañados no tenderán a repetir jugadores. Por la misma razón, los mercados de valores tienen un incentivo para adoptar reglas que exigen a las empresas listadas que revelen la cantidad y el tipo de información que los inversionistas demandan. La competencia entre mercados de valores organizados tanto para listar empresas y para los negocios de los inversionistas, como la competencia entre mercados de valores y otros métodos de inversión, incrementa los incentivos de los mercados de valores de adoptar reglas beneficiosas.

A su vez, las empresas tienen incentivos de listar sus valores en mercados de valores cuyas reglas maximizan los beneficios de los inversionistas. Para ver esto, asumamos por el momento que las empresas actuando por ellas mismas revelarían menos (o diferente) información que la demandada por los inversionistas como una clase, y que la pérdida social de este nivel inapropiado de revelación es menor que los costos de contratación de estas empresas individuales para producir la correcta cantidad de información. Esto puede ocurrir, por ejemplo, debido a los efectos sobre terceros discutidos en la Parte II.B. Los mercados de valores organizados ofrecen a las empresas una manera de hacer frente a este problema de acción colectiva. Las empresas pueden acordar estar obligadas por las reglas establecidas por el mercado de valores, y estas reglas pueden estar más cerca de exigir una revelación óptima debido a que «internalizarán» muchos de los efectos sobre terceros. Las empresas que se obligan a sí mismas a seguir las reglas del mercado de valores tendrán una ventaja competitiva al atraer capital. Esta especie de proceso es trabajado en la rivalidad entre mercados de valores, con la Bolsa de Valores de Nueva York, que establece reglas sobre revelación de información y la emisión de nuevas acciones de las empresas listadas, atrayendo negocios a expensas de otros métodos de negociación.

Nuestro análisis implica que las empresas listadas en mercados de valores nacionales revelan sistemáticamente más información que las empresas no listadas, tanto antes como después de las leyes de valores. No hemos llevado a cabo una investigación para confirmar esta consecuencia, pero es consistente con las impresiones causales.

4. Estados

La competencia entre estados por la constitución de sociedades, como la competencia entre los mercados de valores por los negocios, aminoran el problema de acción

[27] Sobre el rol de los inversionistas informados en la comunicación de información, ver GROSSMAN & STIGLITZ. «Information and Competitive Price Systems». Am. Econ. Rev. No. 66. p. 246. 1976; MANNE, nota 4 *supra*. Ver también BREALEY, R. «An Introduction to Risk and Return from Common Stocks». Segunda edición. 1983 (recolecta estudios empíricos); GILSON & KRAAKMAN, nota 9 *supra*.

[28] Ver TELSER. «Why There are Organized Futures Markets». J.L. & Econ. No. 24. p. 1. 1981.

colectiva. Existe creciente literatura sobre las condiciones bajo las cuales la competencia entre jurisdicciones tenderá a producir reglas beneficiosas[29]. Nunca esta competencia es más poderosa que en el mercado de constitución de sociedades. Debido a que los inversionistas pueden trasladar sus inversiones casi a voluntad, y casi sin costos, entre empresas constituidas en diferentes estados, y a que las empresas tienen la aptitud de seleccionar y moverse al lugar de constitución casi sin costos, las jurisdicciones que eligen reglas más beneficiosas para los inversionistas atraerán y retendrán la mayoría del capital.

La economía federal tiene consecuencias en muchos aspectos del Derecho Corporativo. El poder de la competencia interestatal sugiere fuertemente que todo aspecto del derecho corporativo que sobrevive a través de las jurisdicciones y del tiempo tiende a beneficiar a los inversionistas. Esto significa que los estados que han atraído la mayor cantidad de inversiones son los que probablemente han adoptado reglas eficientes. Esto sugiere que las reglas producidas por esta competencia inter-jurisdiccional probablemente tienden más a ayudar a los inversionistas que las reglas producidas por una burocracia regulatoria nacional, que puede reprimir esta competencia[30]. Si la revelación obligatoria de ciertos asuntos es óptima, esperaríamos que la ley estatal requiera dichas revelaciones, porque dicha exigencia haría al estado más atractivo para los inversionistas (y por eso para las empresas).

Una conclusión importante de estos principios es que los inversionistas probablemente se beneficien de esta creciente tendencia del Derecho Corporativo hacia el tratamiento de las normas legales como un conjunto de convenios *off-the-rack* sujetos a modificación mediante la especificación en las cláusulas y los estatutos. En Delaware y en la mayoría de estados hoy en día, las empresas pueden elegir cualquier conjunto de principios organizacionales que deseen[31]. Estos estatutos típicamente requieren muy poca o ninguna revelación de información para empresas operativas, aunque las leyes estatales «*blue sky*» normalmente requieren revelaciones sustanciales cuando las acciones son emitidas. Esto sugiere que los requerimientos legales de revelación de información sobre empresas existentes pueden ser innecesarios, salvo que se presenten problemas, como por ejemplo los efectos en terceros multi-estatales, que puedan impedir que la competencia inter-rjurisdiccional logre el «correcto» conjunto de requisitos.

D. Algunas malas razones para una revelación obligatoria

La existencia de revelación auto inducida por las empresas, además de la variedad de competitivos mecanismos externos a las empresas para obtener, difundir y requerir la revelación de información, da a los inversionistas mucha información. ¿Es esta «suficiente» información? Un mercado puede sufrir un «fracaso del mercado», pero hay por lo menos cinco mercados que extraen información de las sociedades. Si es que hay un buen argumento para que el gobierno nacional imponga la revelación obligatoria, debe establecer por qué todos los demás mecanismos fracasan. Varios de los argumentos ofrecidos a favor de la revelación obligatoria quedan notoriamente cortos cuando se miden con dicho criterio.

1. Incrementando la confianza en los mercados

La justificación más común para las reglas de revelación obligatoria es que ellas son necesarias para «preservar la confianza» en los mercados de capitales. Se dice que los inversionistas, especialmente los pequeños y no sofisticados, retiran su capital en detrimento de los mercados y de la economía en su conjunto cuando temen que puedan ser explotados por las empresas o por negociantes mejor informados. Las reglas de revelación impiden el fraude e igualan el «acceso» a la información, restaurando la confianza necesaria.

[29] Ver, e.g., MUELLER, D. «Public Choice» pp. 125-145. 1979 (recolecta fuentes); EASTERBROOK. «Antitrust and the Economics of Federalism», J.L. & Econ. No. 26. p. 23. 1983; EPPLE & ZELENITZ. «The Implications of Competition Among Jurisdictions: Does Tiebout Need Politics?». J. Pol. Econ. No. 89. p. 1197. 1981; ROSE-ACKERMAN. «Does Federalism Matt?: Political Choice in a Federal Republic», J. Pol. Econ. No. 89. p. 152. 1981. Ver en general TIEBOUT. «A Pure Theory of Local Expenditures». J. Pol. Econ. No. 64. pp. 416, 1956 (describe un modelo que proporciona una solución para el nivel de gastos en bienes públicos locales en comparación con los bienes nacionales).

[30] Para la aplicación de estos principios ver EASTERBROOK & FISCHEL. «Voting in Corporate Law». J.L. & Econ. No. 26. p. 395. 1983. Sin embargo, existen límites al alcanzar cualquier argumento que sobreviva. Para un debate sobre la ubicación de estos límites al tratar con el *insider trading* , compare CARLTON & FISCHEL, nota 1 *supra* con EASTERBROOK, nota 1 *supra*.

[31] Ver WINTER, R. «Government and the Corporation» 1978 (la primera discusión sobre el Derecho Corporativo y el federalismo). Ver también FISCHEL, Daniel. «The Race to the Bottom. Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law». Nw. U.L. Rev. No. 76. p. 913. 1982.

Este argumento no es sorprendente; entre 1929 y 1934 los mercados de valores sufrieron grandes pérdidas de capital, lo que puede ser atribuido a la «falta de confianza» entre otros motivos, y durante los siguientes cincuenta años los inversionistas parecen haber tenido «confianza». Sin embargo, salvo que estemos satisfechos con el razonamiento *post hoc ergo propter hoc*, no podemos detenernos aquí. Hubo períodos extensos de «confianza» antes de 1934. Un porcentaje mayor del público invirtió en capital en los años veinte que en cualquier momento posterior (aunque inversiones indirectas a través de fondos mutuos y fideicomisos de pensiones hacen que la inversión sea más extendida ahora). ¿Por qué las reglas federales de revelación producen la confianza necesaria?

La explicación no puede responder que es porque el fraude reina en la ausencia de la revelación obligatoria. Hemos mostrado anteriormente que no lo hace, y que los proponentes de la revelación obligatoria no han establecido que existe menos incidencia de fraude si existen reglas de revelación que sólo con legislación anti-fraude. Mostrar la existencia de uno, diez o cientos de fraudes en los años veinte no justifica la obligatoriedad; podemos señalar un número igual de fraudes contemporáneos, desde *Equity Funding* hasta *Penn Central* y OPM. Así como no decimos que los recientes fraudes señalan que las leyes sobre valores no son efectivas o indeseables, dichos proponentes no pueden basarse en la existencia de fraudes en los años veinte.

Esto no es decir que la confianza no sea importante. Un inversionista que cree que el mercado tiene un juego justo y limpio invierte más en capital y gasta menos investigando. Ambos son fuentes de ganancia económica. Pero para elaborar este argumento de la confianza, uno podría necesitar mostrar que toda reducción del fraude atribuible a las reglas de revelación es más valiosa que los costos de administrar dichas reglas. Ninguna regulación puede justificarse satisfactoriamente sin un análisis así: sostener que la revelación reduce el fraude sin acarrear costos hace tanto sentido como argumentar que se reducen los accidentes automovilísticos exigiendo que los automóviles se fabriquen con planchas de 5 pulgadas de acero. Debido a que no hay buena evidencia de que las reglas de revelación obligatoria reducen la incidencia de fraudes, el análisis costo-beneficio no muestra beneficios mayores que los costos.

Aunque existiera mejor evidencia de la cantidad de fraude, necesitaríamos analizar los costos marginales de la revelación obligatoria, «separando» las diferentes vías (tales como el registro, los prospectos, el formulario 10-K y otros mecanismos de revelación) y viendo la revelación necesaria para cada una de ellas. Puede ser, por ejemplo, que un estilizado requisito de revelación para el registro tiene beneficios que exceden los costos pero que el sistema de revelación por poder tiene costos netos. No podemos saber al nivel en que se encuentra la teoría. Todo lo que podemos señalar es que después de cincuenta años, los proponentes de la regulación no tienen evidencia científica aceptable sobre un ratio costo-beneficio favorable para ninguna regla de revelación que se base en los beneficios de reducir el fraude o aumentar la confianza.

2. Protección a inversionistas no sofisticados

El compañero del argumento del «fraude» es que los inversionistas no sofisticados necesitan una protección especial. Algunos dicen que los inversionistas desinformados son inversionistas explotados; en la medida que cualquiera que sabe menos obtendrá un acuerdo en desventaja. Otros sostienen que ese temor a ser explotados corroe la confianza si estos inversionistas pierden o no. Las reglas de transparencia tratan de igualar condiciones en el acceso y la simplificación de la información, así todos pueden entenderla, vencer el problema, como quiera que éste se presente.

Este argumento es tan no sofisticado como los inversionistas a los que supuestamente protegen. No entiende la disciplina del mercado que tiene el rol de determinar la información en el precio. Es así que los inversionistas más informados se comprometen en cantidades suficientes para la búsqueda de la información y contratan, entonces los precios del mercado reflejarán toda la información que se encuentre públicamente disponible[32]. Los actos de los inversionistas informados influyen en el precio hasta que estos inversionistas queden satisfechos con el precio sobre la base de la información; el precio no puede ser

[32] Existe una enorme literatura sobre el tema que refleja que el precio eficiente se puede obtener de la información disponible. Ver: BANOFF. «Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415». Va. L. Rev. No. 70. p. 135. 1984; FOX. «Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis». Va. L. Rev. No. 79. June 1984. Ver: GILSON y KRAAKMAN. Op. cit. Para una discusión más técnica ver FAMA, E. «Foundations of Finance». pp 133-168. 1976.

«mejorado» hasta que aparezca una nueva información. Los inversionistas desinformados, actuando como *free riders*, pueden tomar libremente la información revelada por el mercado: ellos obtienen el mismo precio recibido por los inversionistas sofisticados sin tener que hacer ninguno de los trabajos de aprehensión de la información. Estos inversionistas simplemente se «endosan» la información: ellos tienen que leerla o desecharla, aún así esto no los hace buenos porque sólo configuran un «sombrero viejo» para los inversionistas profesionales y no pueden influir en el precio[33]. Los inversionistas informados obtienen también recompensas por su nueva información toda vez que se encuentran ligeramente adelante del resto del mercado. Tales recompensas no se encuentran «en el gasto» del menos informado; ellos son compensados por el esfuerzo que beneficia a todos los inversionistas. No importa lo que dispongan las reglas de transparencia, el «inversionista promedio» que obtiene la revelación de las declaraciones por correo siempre aprovechará demasiado tarde cualquier negocio disponible a diferencia de quienes usan la información primero.

La parte de la «confianza» del argumento no es más fuerte que la contienda en la que el desinformado es explotado de hecho. Si ellos no son tan explotados, entonces lógicamente no temerán la explotación y de esta manera no se presentará una escasez de confianza. En verdad, uno puede decir que los inversionistas irracionalmente carecen de confianza para que las reglas de transparencia obligatoria sean necesarias, pero esto no se acerca a una tautología. ¿Cómo podría probarse o refutarse? ¿Estamos dispuestos a aceptar que hay inversionistas irracionales que siempre sospechan que los inversionistas informados obtienen ventajas secretas pero que esto no los dirige? Estos inversionistas paranoicos pueden protegerse a sí mismos a un costo mínimo. Ellos pueden, por ejemplo, poner su dinero en manos de asesores financieros o directores profesionales de fondos de inversión de valores, así obtendrán para sí mismos cualquier ventaja que puede obtener las personas enteradas[34]. La existencia de desigualdades en la información -verdadera o imaginaria -es por lo tanto un sustento inadecuado de las reglas de transparencia obligatoria.

3. Incremento del suministro de información verdadera

Una tercera justificación común para las reglas de transparencia obligatoria es la necesidad de proporcionar a los inversionistas, especialmente a los inversionistas sofisticados, la información valiosa para que tomen sus decisiones. Bajo esta justificación, es poco importante si el inversionista promedio tiene igual acceso o puede entender la información. El foco está en obtener la información para el mercado, con poca importancia respecto de quien la obtiene primero[35]. Este argumento, en otras palabras, asume que los precios reflejarán la información de manera eficiente; y justifica la transparencia a cuenta de su efecto beneficioso en la certeza de los precios.

Ahí bien pueden ser ganancias obtenidas de una transparencia adicional del mercado. Hemos discutido las razones por las cuales los incentivos privados de transparencia, aún con respecto a la competencia entre mercados y estados, no producirá toda la información y puede no producir una cantidad adecuada. Si las leyes federales de transparencia reducen los costos de los inversionistas que llegan a informarse, ellos aumentarán sus retornos netos, y los mercados de capital serán capaces de asignar los fondos a usuarios que más altos los valoren.

Sin embargo, uno debe tener cuidado de caer en la falacia de pensar que si alguna información es buena, el resto de información es mejor. Esta no es suficiente razón para demostrar que las reglas de transparencia han llevado a las corporaciones a revelar más información hoy en día que la información que revelaron antes de 1933. La información

[33] Ver FISCHEL. «Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities». Bus. Law. No 38. p. 1. 1982. (contiene la más completa discusión sobre este argumento). Para una discusión general de cuán no compradores benefician de las acciones de compradores en mercados competitivos ver SCHWARTZ y WILDE. «Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis» Pa. L. Rev. No. 127. p. 630. 1979.

[34] La información sugiere fuertemente que las personas informadas del mercado -inversionistas profesionales y asesores financieros- no obtienen ventajas. Ver, por ejemplo, CRAGG, J. y B. MALKIEL, «Expectations and the Strudture of Share Price». 1982. Hay muchos inversionistas informados que compiten entre ellos previniendose de dar cuenta de las ventajas. Sin embargo, «la protección uniformada» es un argumento débil aunque hayan ventajas escondidas. Una elaboración del argumento aparece en el texto de EASTERBROOK y JARRELL. Op. cit. pp. 79-83. Ver también FISCHEL. Op. cit.

[35] La implementación es un punto frecuentemente conflictivo con el de asegurar que la información sea accesible a inversionistas no sofisticados. Ver ANDERSON. «The Disclosure Process in Federal Securities Regulation». Hastings L.J. No. 25. p. 311, 1974.

es cara, y los costos son soportados en gran parte por los inversionistas. El hecho de si los inversionistas se benefician con más información depende de si los beneficios marginales por incrementos de conocimiento exceden los costos marginales. Nadie discutiría que los inversionistas tendrían ganancias netas si Chrysler «revelara» el contenido de sus archivos corporativos, el precio de la compra de cada cinturón de transporte y los detalles de su estrategia de negociación con sus empleados. Así la observación acerca de que más información es revelada hoy en día que hace cincuenta años puede mostrar que hay una excesiva transparencia y una cantidad adecuada de información que hace cincuenta años, o puede mostrar que las condiciones han cambiado con el tiempo y que los inversionistas ahora demandan más información. Si esto es verdad, la cantidad de transparencia habría aumentado con o sin un estatuto.

Hay alguna ironía en el argumento que señala que las reglas de transparencia obligatoria traen consigo información valiosa al mercado. Muchas de las reglas de transparencia prohíben la transmisión de información en ciertos tiempos y de ciertas formas. El adelantarse y recomendar reglas restringe las declaraciones pre-distributivas. La información más importante para el mercado involucra el futuro; lo que es del pasado ya fue reflejado en el precio. Aún por más de cuarenta y cinco años la SEC desalentó a las empresas de hacer cualquier proyección de ganancias u otras revelaciones mirando al futuro, sustentándose en que tal información desubicaba inherentemente a los inversionistas. La regla número 175, publicada en 1979 después de un largo estudio, que permite la revelación de proyecciones y pronósticos, estipuló que éstas son adecuados soportes (esto es, todavía atados a hechos del pasado). Para entender las reglas de transparencia como éstas son o eran, uno debe explicar estas restricciones y omisiones de la información junto con las reglas de transparencia obligatoria.

III. LAS REGLAS DE TRANSPARENCIA COMO RESPUESTA A LOS EFECTOS EN TERCEROS, A LOS ERRORES LEGALES Y A LA BUSQUEDA DE RENTAS

Aunque las razones generalmente avanzadas para justificar las disposiciones legales de la transparencia en las normas del mercado de valores no son convincentes, creemos que existe una línea más plausible de la argumentación al respecto, la cual (a nuestro conocimiento) no ha sido previamente desarrollada. Explicaremos este argumento en las líneas siguientes.

A. Los objetivos de los requerimientos de transparencia

1. Controlar los efectos en terceros

Discutimos en la Parte II.B. tres razones por las cuales el modelo del interés propio de la transparencia talvez no dirija precisamente a la revelación óptima de información: (1) alguna información incumbiría la industria así como también la empresa, y las empresas sub-producirían esta información porque no podrían cargar con los beneficios consultados en otras empresas y porque además querrían obtener los planes de otros sin revelar sus propios planes; (2) la información comparada sería sub-producida a causa de la incapacidad para procesarla; (3) Las empresas no tendrían los incentivos apropiados a efectos de crear una fórmula de menores costos para la transparencia. Discutimos los métodos privados y los métodos del estado porque éstos pueden ser dirigidos, pero las soluciones serán incompletas (por lo menos cuando son comparados en un mundo sin costos de transacción). Las organizaciones privadas no pueden obligar la adhesión, así que se presentarán problemas de resistencia. La competencia entre los estados no puede obtener todos los beneficios a causa de la naturaleza interestatal de algunos de estos efectos; si resistir está en el interés de algunas empresas, éstas podrían pagar a los estados para ser considerados como opositores.

2. El control la explotación interestatal

Esta dificultad en la coordinación de la revelación de información por la competencia entre estados refleja el hecho que tal competencia jurisdiccional es más efectiva cuando las consecuencias de una decisión se experimentan en una sola jurisdicción. Porque sólo una ley estatal gobierna los «asuntos internos» de una corporación, la competencia puede ser efectiva. Las reglas de transparencia para una empresa constituida en el estado D, por contraste, afectan a muchas empresas constituidas en otros estados. En efecto, la naturaleza multiestatal del mercado de valores genera oportunidades a los estados para procurar explotar a los inversionistas cuyo domicilio se encuentra ubicado en otro estado.

Considere el problema de una firma constituida en el estado D que prescribe la revelación de los hechos X, Y, y Z. Suponga por el momento que esta cantidad de información es óptima;

la revelación de información adicional costaría más que los beneficios concedidos a los inversionistas. Los inversionistas se encuentran en toda la nación. Un grupo de inversionistas que viven en el estado N quizás traslade el litigio allí, sosteniendo que bajo la ley del estado N, la empresa debió haber revelado la información Q. Puede estar bien en los intereses del estado N sostener este reclamo y ordenar a la empresa pagar los daños a los residentes del estado N, aun si los funcionarios del estado N supieran que la revelación de la información Q es contraproducente. Esto es así porque la mayor parte de los inversionistas viven fuera del estado N y no serán destinatarios de daños. El dinero para pagar a los residentes del estado N provendrá de los residentes de otros estados. El estado N puede tomar la ocasión para «explotar» a los residentes de otros estados, una vez que la empresa está en su camino[36]. Los residentes del estado N ganan más de la prima de los daños que lo que ellos pierden de la «ineficientemente relevada» información del futuro, toda vez que los costos de la revelación de esta información serán soportados por los otros cuarenta y nueve estados. Los residentes del Estado N terminan con 100% de los beneficios del pago de la transferencia, mientras que pagan un porcentaje más pequeño por los costos de la revelación de la excesiva información futura.

Si el estado N procura tal explotación, entonces otros actores en los mercados se adaptarán. Las empresas pueden vender menos acciones en el estado N, pero no podrán prevenir emigrar hacia allá. Las empresas pueden comenzar a revelar el hecho Q, pero por hipótesis esto no es óptimo, y la revelación del hecho Q no prevendrá al estado N de insistir en la revelación de una nueva información en el mañana. Finalmente, cabe destacar que otros estados pueden vengarse: en efecto, pueden penalizar las empresas constituidas en el estado N si éstas no revelan el hecho Q en sus acuerdos o contratos con residentes de otros estados. Un equilibrio vengativo podría desarrollarse en los estados sistemáticamente llamados para exigir la revelación de demasiada información a empresas constituidas en otros estados.

Todos estarían mejor si los estados desisten de tales tentativas para explotar a los residentes de otros estados, pero puede ser caro controlar esta explotación. Las naciones usan las tarifas para proteger a sus nacionales a costa de otros, y aprueban acuerdos muy duros para llevar a cabo estos esfuerzos. El comercio, los privilegios y las inmunidades, y las cláusulas de las funciones interestatales deben su existencia, por lo menos en parte, al reconocimiento de que similares problemas pueden ocurrir entre estados. Pero las normas constitucionales (y las decisiones judiciales que aplican la cláusula del comercio para prevenir un favoritismo crudo del estado a sus residentes) no han prevenido todas las formas de explotación. Uno puede entender mucho de los tributos estatales modernos y de la ley de responsabilidad por productos y las doctrinas actuales del conflicto de leyes como esfuerzos para favorecer a los residentes a costa de los no residentes. Solamente la regulación federal puede ser capaz de prevenir que los estados se dediquen a la explotación en las transacciones de valores.

3. El control de los costos del proceso legal del *common law*

La ley estatal del fraude que existió en 1933 tuvo la elasticidad consuetudinariamente fundada en el *common law*. Los estados prohibieron no solamente las mentiras directas y totales sino también las declaraciones que desorientaban al lector con su lectura por ser información selectiva u omitida o por el idioma ambiguo[37]. La calculada ambigüedad del *common law*, sin embargo, tiene costos sustanciales.

El primero de esos costos es el riesgo. Una parte no puede saber, hasta en un largo tiempo después de la ocurrencia del hecho, si sus actuaciones configurarán una infracción de la ley. Las empresas que revelan lo que creen apropiado para los inversionistas pueden ser sorprendidas al darse cuenta, en años posteriores, de que no revelaron la información suficiente o correcta. Este es un riesgo innecesario, y mientras el riesgo es más grande, se incrementa el costo del capital de la empresa. Los inversionistas estarían mejor pudiendo reducir el riesgo sin que esto genere alguna reducción correspondiente en las perspectivas de la empresa. Los inversionistas pagarían por información cierta, y ellos podrían estar mejor aun cuando parte del precio de tal certeza fuera información que resultaría «excesiva» si el riesgo no fuera importante.

[36] Ver LEVMORE. «Interstate Exploitation and Judicial Intervention». Va. L. Rev. No. 69. pp. 563, 619-626. 1983. Para una aplicación de este principio a varios problemas, incluyendo la regulación de adquirentes de control multiestatales.

[37] Ejemplo, Restatement of Torts § 529. 1938.

El litigio es caro también. Las partes invertirán en el juicio hasta que el último dólar gastado genere la recuperación de apenas un dólar. Ellas gastan más -porque los acuerdos son más duros de golpear- cuando hay más riesgo. Los problemas respecto a valores mobiliarios a menudo son bastante grandes, y los riesgos de fraude en el litigio son correspondientemente grandes. Así, los recursos invertidos en litigios podrían resultar inmensos. Y estas inversiones a menudo son socialmente ruinosas; cuando solo sirven para gastar mucho dinero existente, antes que crear o mantener el suministro de precedentes legales, son ruinosas[38]. Todos quizás ganen si las empresas y los inversionistas encontraran alguna manera de reducir el monto generado por el litigio. Si, por ejemplo, fuera posible crear un mecanismo administrativo para determinar por adelantado si la revelación de alguna información es adecuada, los costos totales de tal revelación podrían caer. Otra vez, los inversionistas quizás estarían mejor, aun si la parte del costo del sistema administrativo estuviera configurada por información excesiva en un mundo sin costos de litigio.

B. Los contornos de una eficiente transparencia obligatoria

Existen, a fin de cuentas, algunos beneficios potenciales de la transparencia obligatoria. Si éstos son realizados en los hechos es una cuestión empírica. No deseamos cometer la falacia del Nirvana al afirmar que si los mercados son «imperfectos» entonces la regulación debería ser mejor. Detectar las «imperfecciones» de los mercados puede resultar no más útil que observar que todas las cosas buenas tienen costos irreducibles, tanto como el pago por el acero es un costo de la construcción de un auto antes que una «imperfección» en el mercado de automóviles. La regulación es más propensa al fracaso que el mercado, porque hay pocas fuerzas automáticas que corrigen las regulaciones que se encuentran erradas. El sistema regulatorio carece de un competidor, y el solo hecho de la misma regulación a menudo suprime la información necesaria para detectar el fracaso regulatorio.

La indagación inicial es si las características del sistema regulatorio federal rastrean aquello que esperaríamos ver si las reglas de transparencia están lo razonablemente bien diseñadas para lograr el objetivo que hemos inspeccionado. Las características implicadas en nuestra discusión son:

1. El estándar, la transparencia habitual.
2. La transparencia por todas las empresas interestatales pero por ninguna empresa intraestatal.
3. Un énfasis en hechos históricos.
4. Una prohibición correspondiente a la revelación escrita de información de otros hechos o de «variaciones» orales de lo que se informó por escrito.
5. La revisión previa de la información revelada y otros instrumentos de reducción de riesgo.
6. El uso económico de una prueba de «omisiones materiales» para encontrar el fraude en documentos escritos de revelación de información.

Las leyes de valores mobiliarios personifican todos estos elementos. Nosotros ahora especificaremos por qué estos elementos son las respuestas apropiadas a los costos de la revelación y cómo las leyes de valores los proporcionan.

C. El modelo de los requerimientos de transparencia obligatoria

1. El estándar: la transparencia habitual

La estandarización de la transparencia va directamente al corazón de los efectos de las partes discutidos en la Parte II.B. y III.A. La imposición de un formato y momento uniformes de revelación y transparencia facilita el uso comparado de lo que se revela y ayuda a crear un idioma eficiente en la revelación. Si cada empresa debe revelar las mismas cosas, habrá beneficios recíprocos para cada inversionista de la empresa aunque ésta se obligará a revelar sus ventajas a sus rivales.

Las leyes de valores mobiliarios estandarizan la transparencia creando «listas» o «agendas» para que sean completadas por cada empresa en un tiempo designado y dando poder a la SEC para promulgar y definir el plazo. La SEC ha utilizado su poder regulatorio para crear muchas formas de revelación y transparencia apropiadas al tamaño de las empresas y las industrias en que operan[39]. Existe, por ejemplo, una forma especial para corporaciones dedicada a la extracción de minerales. Las firmas más grandes revelan menos información que otras (El *Schedule* S-3, para las empresas más grandes, es bastante aerodinámico en reconocimiento al hecho de que los mercados generan magníficas cantidades de información acerca de tales firmas). La especificidad magnífica de estas agendas regulatorias

reducen los costos de efectuar la revelación y aumentan el valor comparativo de lo que se revela.

2. La transparencia por todas las empresas interestatales pero por ninguna empresa intraestatal

El requisito de la transparencia universal responde al problema de los efectos en terceros, problema discutido anteriormente por la prohibición de la resistencia de algún jugador sustancial. Toda ganancia proveniente de las revelaciones de información de otros; todo debe pagarse haciendo sus propias revelaciones. La diferencia entre empresas con inversionistas en muchos estados, y de estos inversionistas con inversionistas en un estado, responde también directamente al problema de la explotación interestatal discutida en la Parte III.A.2. Sólo cuándo los valores se dispersan entre muchos estados, en donde cada estado piensa poder «exportar» la concesión del daño y los costos de la revelación de la excesiva información, se presenta un riesgo de tal explotación. Cuando la mayoría de inversionistas de la empresa vive en una jurisdicción, sin embargo, la exportación llega a ser difícil, y la competencia entre jurisdicciones es más probable de dirigir reglas óptimas.

Los estatutos ejecutan este enfoque restringiendo la revelación inicial (en el momento que la acción es publicada) a valores del comercio interestatal. La sección 3(a)(11) de la *Securities Act* de 1933 exime las ventas intraestatales y las reglas publicadas por la SEC ofrecen todavía exenciones más amplias para las transacciones que son llevadas a cabo principalmente dentro de un estado[40]. La subsiguiente revelación de información (los informes anuales y los formatos 10K, las materias de poderes, etc.) es restringida a empresas que comercian en intercambios nacionales o que tienen más de un número determinado de inversionistas. Están efectivamente exentas del alcance de las reglas todas las corporaciones pequeñas o de accionariado cerrado.

Mucha gente encuentra misteriosa la exención de estas pequeñas empresas y la de las empresas de acuerdos intraestatales porque cree que tales transacciones pequeñas (con inversionistas menos sofisticados) son aquellas en las cuales el fraude es más probable y en las cuales los mercados de acciones y el análisis profesional de la inversión ofrecen menor protección. Ellos encuentran las exenciones justificadas, acaso en todo, solamente por la necesidad de reducir los costos de hacer colocaciones relativamente pequeñas. Nuestro enfoque, por otro lado, no necesita dispensar la falta de atención de los estatutos relativa a las ofertas pequeñas. La estructura de las normas se sigue lógicamente de la habilidad de las reglas estatales para ofrecer las estructuras óptimas en estados individuales pero no en transacciones multiestatales.

Esto permite abrir la pregunta sobre por qué las leyes de valores mobiliarios reducen la explotación interestatal. Los estatutos no prohíben expresamente los daños de los juicios desarrollados por tribunales estatales; de hecho, los estatutos tienen cláusulas de ahorro. Sin embargo, hay muy pocos fallos de los tribunales del estado que podrían ser caracterizados como explotadores. Algunos de éstos pueden ser atribuibles a la previa revisión y a las características de puerto seguro de caja fuerte de los estatutos discutidos abajo; algunos pueden ser atribuibles a la amenaza de que la Corte Suprema interpreta los estatutos federales prohibiendo la explotación, a pesar de las cláusulas de ahorro, como una carga en el comercio interestatal[41]. Nosotros no necesitamos ofrecer una explicación completa aquí; algo en la estructura de las leyes federales tiene de hecho parados los casos de valores siguiendo los modelos del fracaso para advertir los casos de responsabilidad por productos.

3. Un énfasis en hechos históricos

[38] Ver EASTERBROOK. «Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information». Sup. Ct. Rev. pp. 309, 359-364. 1981; SHAVELL. «The Social Versus the Private Incentive to Bring Suit in a Costly Legal System». J. Legal Stud. No. 11. p. 333. 1982.

[39] La Comisión, sin embargo, no ha regulado significativamente la profesión de contabilidad. Nuestro argumento general a favor de un lenguaje común de transparencia puede parecer implicar la regulación sustancial de la contabilidad. La dificultad aquí está que nadie sabe la cantidad óptima de estandardización. Las tentativas de la *SEC* para prescribir convenciones contables pueden ser prematuras, eliminando el desarrollo evolutivo de «mejores» convenciones. Puede ser que una regulación más efectiva debería permitir que la profesión de contabilidad establezca un idioma de uso común y entonces prevenir las desviaciones significativas y engañosas de su actual uso. Ver KITCH. «Book Review» U. Chi. L. Rev. No. 47. pp. 394, 400-402. 1980.

[40] La regla 147 creó una excepción a la matrícula cuando más de 80% de las inversiones provienen de un estado y más de 80% será invertido allí. La regulación A otorga una excepción adicional a ciertas pequeñas ofertas con carácter de costumbre utilizadas en ofertas intraestatales.

[41] Ver Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982) (las leyes preferenciales de los estados que regulaban a los oferentes de control fueron vistas por las Cortes como explotadoras)

Una enumeración de hechos objetivos específicos es el método de menor costo de la revelación de información. Los hechos históricos son también los más fáciles de comparar a través de las empresas. La comprobación es más barata y las reglas del fraude trabajan mejor (como en la parte I.B se mostró) cuando se aplican a las declaraciones de hechos históricos. Nuestro enfoque por lo tanto predice que las reglas de valores acentuarían tales revelaciones objetivas, saliendo de las fuerzas del propio mercado cualquier revelación de información adicional orientada al futuro.

Las leyes y las regulaciones han promovido verdaderamente las declaraciones mirando hacia atrás, a pesar de muchas críticas académicas que indican que el mercado pone más peso en el desempeño y las ganancias futuras. Las agendas de la SEC acentúan la revelación de las ganancias, el costo de las ventajas y activos, entre otras, con poco más que un asentimiento de cabeza pasajero a los «planes» e información semejante acerca de sus perspectivas. Hasta la promulgación de la regla número 175 en 1979, un emisor actuaba en el gran peligro de decir algo acerca de las ganancias anticipadas o de sus productos nuevos. Hoy existe un «puerto seguro» para las proyecciones, que los protege de ser el motivo de una responsabilidad futura en la mayoría de los casos. Esto efectivamente permite proyecciones en el mercado: ellos no son requeridos ni penalizados.

4. Una prohibición correspondiente a la revelación escrita de información de otros hechos o de «variaciones» orales de lo que se informó por escrito.

Las reglas de transparencia se diseñaron para facilitar el uso de un lenguaje común y las comparaciones entre las empresas deben desarraigar los métodos novedosos de revelación; la novedad de una revelación de información de una empresa puede erosionar la utilidad de las revelaciones en la comparación. Una empresa podría negar a los inversionistas en otras empresas las ventajas recíprocas de la revelación escogiendo para revelar las cosas que son lo suficientemente excepcionales y que los estándares ordinarios de la comparación no podrían emplear.

Cualquier esfuerzo para reducir los costos del litigio, además, deben asegurar que las revelaciones escritas en el archivo de la SEC sean revelaciones operativas. Si un conjunto de revelaciones se aplica a todos los inversionistas, entonces es posible litigar los casos de valores mobiliarios como acciones de clase, con la consecuente reducción en el costo por inversionista y un aumento en la probabilidad de la recuperación en por lo menos alguna cantidad. La revelación será el núcleo del reclamo, y las dificultades que a menudo surgen en casos de responsabilidad o de contratos («El contrato dice X, pero el vendedor dijo Y») pueden ser evitadas.

Cuando todos inversionistas tienen un reclamo común, además, la adición de sus reclamos en un solo juicio presentará a la clase con los estímulos correctos. Los inversionistas solitarios desatenderán el valor del precedente del juicio para otros y así tenderán a la sub-inversión. Los abogados de una clase en un proceso judicial, por el contrario, tenderán a considerar los intereses de todos los inversionistas decidiendo las sumas apropiadas para gastar en la investigación de los reclamos y continuar el juicio. Porque todos las partes interesadas están delante del tribunal, no existen efectos significativos en terceros[42].

Las leyes de valores mobiliarios siguen un camino consistente con este punto de vista. El énfasis está en la revelación escrita. La sección 5 de la *Securities Act* de 1993 prohíbe las declaraciones orales o escritas que preceden o difieren de las revelaciones de información prescritas. Aunque las empresas que venden valores en el mercado secundario pueden y hacen revelaciones orales de información –las cuales son necesarias para revelar muchos hechos específicos de la empresa – las cortes se rehúsan a recibir reclamos cuando estas declaraciones orales difieren de las escritas[43]. Esto asegura el

[42] En la economía de la investigación y del litigio cuando múltiples partes mantienen intereses propios en un reclamo, versus menos difusión de su reclamo. LANDES, William y Richard POSNER. Should Indirect Purchasers Have Standing to Sue Under the Antitrust Laws?: An Economic Analysis of the Rule of *Illinois Brick*. U. Chi. L. Rev. No 46. p. 602. 1979. Es cierto que aunque la «clase» tenga incentivos correctos, los abogados de dicha clase no los tendrán. COFFEE, John. Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working. Md. L. Rev. No. 42. p. 215, 1983; ROSENFIELD. «An Empirical Test of Class Action Settlement» J. Legal Stud. No. 5. p. 113. 1976. Este es otro problema, sin embargo. No interesan los incentivos de los abogados, aquellos que representan una clase tienen mejores incentivos que aquellos que representan a partes aisladamente.

[43] Zobrist v. Coal-X, Inc., 708 F.2d 1511 (10th Cir., 1983) (despidiendo un juicio porque la parte se fió que la declaración oral supuesta no podría mostrar confianza; en otras palabras, el tribunal rechazó permitir que las declaraciones orales contradigan las efectuadas por escrito). El mismo resultado sería logrado por una aplicación rigurosa de la regla de la evidencia de parol. Las consideraciones avanzadas en *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 1975., caso en el que se discuten las dificultades que surgen cuando una persona puede litigar sobre la base de declaraciones personales acerca de cómo las revelaciones influyen en la inacción, tienden a un resultado semejante.

control escrito. Excepto en el caso de los acuerdos pequeños o transacciones individuales con corredores, las declaraciones orales se muestran ampliamente irrelevantes.

5. Revisiones previas y puertos seguros

La revisión administrativa previa puede ser mucho más barata que la subsiguiente y arriesgada decisión judicial. Las partes estarían dispuestas a la revelación de sobre-información para reducir el riesgo.

Las leyes de valores mobiliarios toman la revisión previa como la vía de reducción de riesgo de distintas maneras. Durante mucho tiempo los funcionarios de la SEC revisaron cuidadosamente cada una de las declaraciones de matrícula y cada uno de los prospectos antes de permitir su entrada en vigencia. Aunque el proceso de revisión no generó una inmunidad legal formal, éste se convirtió en una práctica importante porque el proceso administrativo aseguraba la conformidad de todas las formalidades y generaba precauciones de revelación de sobre-información. (Esta regularidad de la práctica y de la revisión también contribuyó a la habitualidad de la revelación de información, y dentro de losa últimos diez años la SEC ha sido capaz de fiarse de la pericia acumulada de su equipo para mantenerse al ritmo de las formas sin una revisión detallada[44].)

Las materias no cubiertas por la revisión previa son cubiertas por regulaciones de puertos seguros -las provisiones toman ventaja en las secciones 19(a) de la *Securities Act* de 1993 y 23(a)(1) de la norma de 1934. Estos estatutos dicen que nada hecho de buena fe en la confianza de las reglas de la SEC será la base de una posible responsabilidad bajo las normas de valores. Estas regulaciones de puerto seguro a menudo requieren a una empresa tomar una serie complicada de pasos para obtener tal protección; de aquí en adelante es la atracción y el desafío en la práctica forense de valores mobiliarios para los abogados. Desde el punto de vista de los inversionistas, sin embargo, las regulaciones ofrecen una manera de reducir su exposición al riesgo, a menudo intercambiándola por revelación muy pequeña de información.

El resultado de los procedimientos disponibles bajo las leyes es que mientras las empresas afrontan grandes e imprevisibles responsabilidades con respecto a los productos que hacen, éstas afrontan responsabilidades muy pequeñas esperadas con respecto a los valores que emiten -aunque el rendimiento de sus productos es más previsible que los precios de sus valores mobiliarios. Uno debe mirar con cuidado para encontrar casos generadores de responsabilidad en base a documentos de transparencia preparados en el curso ordinario y presentado a la SEC. Existe una gran cantidad de casos generadores de responsabilidad, pero casi todos implican las ventas de pequeñas empresas o algunas otras transacciones específicas y con personas específicas. La incidencia de responsabilidad prueba nuestro punto básico: las reglas de transparencia amplias son muy efectivas para reducir el riesgo en el intercambio de modificaciones secundarias de revelación de información de las empresas.

6. El uso económico de una prueba de «omisiones materiales»

Todos los métodos para generar transparencia y producir certeza que hemos discutido podrían ser desechados por una definición amplia de no transparencia fraudulenta. Los estatutos y las reglas prohíben la omisión de información material que es necesaria para hacer que la transparencia oriente a los inversionistas. Los términos como «material» y «desorientar» son vagos e imprecisos. La SEC y los tribunales los podrían leer para requerir ilimitada y dudosa información, lo cual socavaría cada uno de los recursos que hemos discutido. Otra vez la analogía de la responsabilidad por daños es instructiva. Los tribunales han estado imponiendo responsabilidades estupendas para «el fracaso de advertir» ciertos peligros, la responsabilidad por daños es el equivalente de la omisión materialmente desorientadora.

En casos de valores mobiliarios, sin embargo, el estándar material de omisión se ha limitado. La Corte Suprema ha concluido que una omisión es material sólo si «hay una probabilidad sustancial de que un inversionista

[44] Ver PASHIGIAN. «Regulation, Preventive Law, and the Duties of Attorneys, *in* The Changing Role of the Corporate Attorney» (W. Carney ed. 1981)
[45] TSC Indus. v. Northway Inc., 426 U.S. 438, 449, 1976.

razonable la considerara importante para decidir cómo votar»[45]. En el caso que contiene esa definición, el Tribunal sostuvo que una omisión es no material cuando al informar un paquete de acciones, valorado en una revelación de información inicial en un determinado precio, éste pueda valer tanto como veinte por ciento menos. El Tribunal razonó que en tanto otra información sea revelada el cambio en el precio pudiera razonablemente haber sido inferido, y que en cualquier caso, la no revelación está limitada en la medida que fuera revelada para no ser base de responsabilidad.

Bajo este estándar de materialidad, las revelaciones amplias de información requeridas por las formas y agendas de la SEC ofrecen un aislamiento de esfuerzos subsiguientes para mostrar omisiones materiales. La estandarización y las funciones de reducción de riesgos se pueden lograr. En verdad, muchos casos en los tribunales más bajos encuentran ciertas omisiones en la revelación formal de documentos «materiales»; nosotros no podemos negar que algunos de estos asideros implican omisiones que eran triviales y poco importantes en la mayoría de las perspectivas. Pero con sólo una o dos excepciones[46], estos casos no conceden daños a los demandantes. El proceso de emisión de valores parece casi libre de responsabilidad. Los tribunales estatales, actuando bajo leyes estatales, han usado muchas definiciones amplias de responsabilidad, dando crédito a las hipótesis de la explotación interestatal[47]. La existencia de cinco o diez «omisiones materiales» tienen cada año requerimientos en los casos federales, por otro lado, no corroen la observación más importante: los daños se producen raramente si nunca se dispone a cuenta las omisiones en papeles formales revisados por la SEC.

La estandarización y las funciones de la reducción de riesgo de la regulación de valores mobiliarios se han logrado con mucho menos éxito en el mercado secundario. En años recientes, ha sido cada vez más común que un precipitado declive del precio de las acciones venga seguido de una serie de litigios que desafían la certeza y lo adecuado de la información revelada previamente por la empresa. A menudo, las alegaciones de omisiones materiales están en el centro de tales litigios. Quizás la diferencia con las nuevas emisiones en el mercado es que una vez que las acciones han sido emitidas, las empresas no tienen libertad para efectuar declaraciones cautelosas como las que acompañan a las nuevas emisiones. La oscuridad indebida quizás sea representada como manipulación. Cualquiera sea la explicación, la continua recepción por los tribunales de alegaciones de omisiones materiales en revelaciones de empresas tenderá a corroer la función de reducción del riesgo de la regulación de valores mobiliarios.

IV. LA EVIDENCIA EN COSTOS Y BENEFICIOS

Hemos sugerido hasta ahora una confusión de argumentos en pro y contra. Hemos resumido cómo los auto intereses trabajan en la revelación de información, por qué los estímulos privados pueden permitir la revelación de información en un nivel sub-óptimo, cómo las acciones colectivas privadas y estatales pueden dirigir o pueden fallar en la dirección de estos problemas, y por qué las bases usuales ofrecidas por la legislación federal son débiles. Todas estas afirmaciones claman ser probadas. Después de cincuenta años, ¿qué podemos decir a favor o contra de estos argumentos lógicos? Como resulta obvio, podemos decir muy poco. Ni el costo ni el beneficio permiten una medida fácil.

A. Los costos directos

Los costos directos de la regulación de valores mobiliarios son aquellos de compilación, difusión y de litigio de la información, junto con los costos generados para mantener la SEC (ambos costos son soportados por el gobierno y por las partes que se presentan ante la agencia). Estos costos incluyen los costos de oportunidad de quienes participan en el proceso de revelación (ejecutivos corporativos, abogados, personal), los gastos extras de imprimir y enviar los documentos y las reglas acerca de la revelación.

Dos economistas han procurado medir estos costos. Ellos proponen un pago directo excedente de billones de dólares para 1980 - y esto no incluye el costo de oportunidad de los empleados de las empresas emisoras[48]. Estos economistas observan, sin embargo, que las empresas voluntariamente incurren en

[45] TSC Indus. v. Northway Inc., 426 U.S. 438, 449, 1976.
[46] Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).
[47] Lynch v. Vickers Energy Corp., 429 A.2d 497, 501-04 (Del. 1981)
(sobre la regla en parte de Weinberger v. UOP, Inc. 457 A.2d 701, 703-04 (Del. 1983)).
[48] PHILLIPS y J. ZECHER. «The SEC and the Public Interest» pp. 27-51. 1981.

costos muy distantes para efectuar revelaciones de información. Enviar por correo las declaraciones certificadas por las empresas y los informes anuales a los inversionistas, lo cual no es requerido por los estatutos, cuesta más de dos billones de dólares anualmente[49]. Estos correos no generan nueva información: todo lo que se envía en un informe anual es información pasada, y la diseminación del informe mismo no participa en la generación de mejores decisiones en las inversiones.

Esto sugiere un problema sustancial en el total de esfuerzos para determinar el costo de la transparencia requerida. Nosotros no sabemos qué cosas revelarían las empresas, y a quiénes, en ausencia de leyes de valores mobiliarios. Gran parte de la figura del billón de dólares cubre los costos que se contraerían en ausencia de los estatutos -recuerde que esa revelación voluntaria fue extensa en 1933. El costo marginal directo de la revelación obligatoria puede ser pequeño. Si los beneficios inciertos de enviar los estados anuales y los informes justifican dos billones de dólares en gastos voluntarios, no tomaría mucho en el lado del beneficio para justificar el incremento de los requisitos de la SEC.

B. Los costos indirectos: los efectos en el nivel de la actividad

Los costos indirectos son potencialmente más sustanciales y más duros de medir. Un costo es que la revelación puede dirigir a las empresas a cambiar o abandonar proyectos provechosos que de otro modo habrían seguido. Un producto nuevo quizás sea provechoso si es elaborado en secreto, adelantándose a sus rivales; si las reglas requieren una revelación anticipada, las respuestas de los rivales hacen el proyecto menos atractivo.

Los defensores de la revelación de información acerca de sujetos de pagos extranjeros y contaminación discuten frecuentemente que la revelación de esa información es beneficiosa precisamente porque dirige a las empresas a cambiar lo que hacen[50]. Encontrar el «beneficio» aquí es perverso. La modificación de la conducta provechosa -si la ganancia viene de nuevos productos o de no pagar los costos sociales de emitir contaminación- no ayuda a los inversionistas. Ellos lo reconocen como un costo.

Puede ser que pocos proyectos se abandonan a causa de la revelación de información; mirando atrás, la fórmula y la naturaleza recíproca de la revelación requerida hacen improbable que tal revelación entregue concesiones valiosas e información no compensada. La revelación recíproca sobre contaminación puede ser aún beneficiosa a los inversionistas como grupo, aunque cada empresa ganaría siendo resistente a la regulación y permaneciendo silenciosa mientras los otros revelan su información. Los costos (y los beneficios potenciales) de la revelación inducida cambian la conducta de las empresas a una conducta desconocida.

Los sistemas de revelación de información tienen otros potenciales costos indirectos. Uno es el «ruido». Si la ley obliga a las empresas a revelar más información de la que éstas están dispuestas, los inversionistas entonces deben gastar un tiempo extra combinando la información para encontrar lo que les importa realmente. Otro es la sustitución. Las empresas pueden dejar de revelar alguna categoría de información y desviar hacia alguna ofuscada (pero accesible) información. Las empresas pueden llegar a ser más cautelosas y desorientar en el papel, desviando la información importante a discusiones de análisis u otros intercambios orales que serán menos precisos y menos extensamente difundidos. La revelación de información pobremente entendida o la revelación de información «codificada» se decodificará imperfectamente (y con algún costo). En el extremo, la especificación del sistema de transparencia obligatoria sobre qué hay que informar puede detener a las empresas en la transmisión de categorías de información completa. Aunque nuestra especulación en la Parte III respecto a que la transparencia obligatoria puede ser beneficiosa sea correcta, cualquier sistema de aplicación de transparencia debe tener costos semejantes. Si estamos equivocados en la Parte III, los costos serán mayores. Mas nosotros no sabemos cuán grandes pueden ser estos costos ni tampoco sabemos cómo medirlos.

C. Los beneficios: ¿las ganancias para los inversionistas?

El beneficio principal generalmente afirmado de la transparencia obligatoria es que los

[49] Ibid. p. 50.

[50] Muchos de estos argumentos han sido tomados por la *SEC* en «Staff Report on Corporate Accountability». 1980. Reimpresión en «Staff of the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs» (Comm. Print 1980).

inversionistas harán más dinero. Ellos sufrirán menos pérdidas por el engaño; aunque el nivel del fraude no afectará, ellos invertirán más sabiamente en la medida que conozcan más. La discusión en la Parte II.C. sugiere, por el contrario, que hay pocas razones para pensar que las reglas de revelación producirían beneficios observables en forma de retornos a los inversionistas.

George Stigler ha hecho el mejor estudio conocido sobre los retornos de los inversionistas antes y después de la creación de las reglas de transparencia[51]. Stigler estudió el mercado primario, computando para cada acción la diferencia del porcentaje entre el precio de la compra y su precio en fechas posteriores. El observó las compras de nuevas emisiones en 1923-1927 y se preguntó cómo estos inversionistas ganaron si ellos invirtieron uno, dos, tres, cuatro o cinco años. Ellos elaboraron bien su prueba sólo si recibieron ganancias relativas por ser inversionistas en empresas existentes. Entonces él hizo lo mismo para las compras de nuevas emisiones en 1949-1955. Llegó a dos conclusiones. Primero, aunque los inversionistas de nuevas emisiones parecieran perder dinero en el mercado, y los inversionistas de 1923-1928 perdieron un poco más que los inversionistas de 1949-1955, esta diferencia no es estadísticamente significativa. Segundo, la desviación del estándar de las ganancias de los inversionistas fue mucho más baja en el segundo período que en el primero. Stigler concluyó que las leyes de valores mobiliarios habían sido ineficientes en la función de protección del dinero de los nuevos inversionistas, pero que ellos habían excluido del mercado a algunas pequeñas empresas, para así reducir la variación de los retornos.

Gregg Jarrell hizo esencialmente la misma comparación, pero él usó métodos que han sido desarrollados después del estudio de Stigler. Se preguntó no simplemente si los inversionistas de nuevas empresas ganaron o perdieron relativamente en el mercado, sino también se preguntó si ellos lo hicieron cuando la inestabilidad (riesgo) de las inversiones fue tomada en cuenta. Porque la mayoría de la gente es adversa al riesgo, demandan retornos más altos que empresas establecidas tales como Exxon para aventurarse y tomar el riesgo. El usó también una muestra más grande, comparando los años 1926-1933 con 1934-1939. Después de estudiarlos a un grado de riesgo constante, Jarrell concluyó que los inversionistas en 1926-1933 no pagaron «demasiado» por sus acciones en vista de retornos posteriores, y tampoco lo hicieron los inversionistas subsiguientes. Sobre un período de cinco años, quienes compraron nuevas emisiones en 1926-1933 en verdad hicieron un mejor negocio respecto al resto del mercado que compró posteriormente. Como Stigler, él se basa en una reducción sustancial de la inestabilidad después del paso de la *Securities Act* de 1933.

Stigler y Jarrell concuerdan que en el primer año después de efectuada la emisión, las acciones de las nuevas empresas declinan en el mercado, después de hacer los ajustes de riesgo. Alguna ganancia subsiguiente debe ser atribuida a la nueva información. Irwin Friend ha concluido de este y de otro trabajo que la *Securities Act* de 1933 produjo beneficios netos[52]. Stigler y Jarrell, por otro lado, encuentran defectuosos los métodos utilizados por Friend (como él encuentra su defecto) y creen que sus conclusiones son poco confiables. No importa cuál sea la conclusión que creamos cierta toda vez que ninguna de ellas muestra los efectos sustanciales de las leyes de valores mobiliarios respecto a los retornos de los inversionistas.

¿Qué aprendemos nosotros de estos estudios? La conclusión que los inversionistas en nuevas emisiones hacen tan bien como los inversionistas en otros instrumentos no debería sorprendernos, no importa que tan extensa sea la transparencia. Ellos son, a fin de cuentas, los mismos inversionistas, y cada inversionista tiene acceso a nuevas o antiguas emisiones así como a bonos, metales preciosos, *commodities* y a otras inversiones. Los mercados en equilibrio producirían similares ganancias ajustando el riesgo en todo el proceso. Aunque la información sea escasa y los inversionistas estúpidos, nosotros no esperaríamos que sean más estúpidos cuando compran nuevas emisiones.

[51] Ver STIGLER. «Public Regulation of the Securities Market». J. Bus. No. 37. p. 117. 1964, revisado y reimpreso en Stigler. «The citizen and the state...» Op. cit. p. 78. Ver también JARRELL. «The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues» J.L. & Econ. No. 24. p. 613. 1981. Ambos artículos han sido criticados. Ver FRIEND y HERMAN. «The S.E.C. Through a Glass Darkly» J. Bus. No. 37. p. 382. 1964. (encontrando algunos errores en la información de Stigler así como en su interpretación) SMITH. Op. cit. También ver STIGLER «Comment». J. Bus. No. 37. p. 414. 1964.

[52] Ver nota al pie de página 51. Ver también FRIEND, Irwing.

Hubo un buen acuerdo de transparencia antes de 1933, y los inversionistas profesionales adquirieron por las buenas o por las malas la información importante que las empresas prefirieron no revelar. Si la *Securities Act* de 1993 sólo codificó una buena práctica de las empresas, reduciendo levemente la cantidad de la búsqueda de los inversionistas profesionales, esto habría dejado al menos una pequeña huella en la información. Supongamos, por otro lado, que antes de 1933 las empresas no producían «suficiente» información, que la *Securities Act* de 1933 las forzó a producir la información adecuada, y que esto fue beneficioso para los inversionistas. Nosotros probablemente todavía no veríamos las ganancias en estudios tales como los de Stigler y Jarrell. Si las nuevas emisiones son más atractivas por la información adjunta, se venderán más también; los promotores y los aseguradores lo percibirían, y ese precio ajustado disfrazará las ganancias de la regulación.

Además, ninguno de los beneficios debe aparecer en los retornos comparativos si la ley afecta simultáneamente a las nuevas emisiones (*Securities Act* de 1933) y a las emisiones existentes del mercado secundario (ley de 1934). Otros cambios han procedido rápidamente: los intermediarios de la información y los asesores financieros han crecido en importancia en los últimos años. Es casi imposible comparar los estados del mundo el uno contra el otro cuando hay muchas cosas que cambian simultáneamente (un punto que Stigler y Jarrell reconocen).

Una comparación de nuevas emisiones no reguladas con antiguas emisiones no reguladas en 1923-1933, en una mano, y las nuevas emisiones reguladas con las antiguas emisiones reguladas en años posteriores, en la otra, no revelará rápidamente los beneficios de los estatutos como grupo. Los estudios podrían mostrar ganancias para los nuevos inversionistas solamente si la *Securities Act* de 1933 fuera de algún modo más eficaz en protegerlos que la ley de 1934 y otros cambios que protejan a los inversionistas en empresas progresivas. Nadie ha sugerido por qué sería así. (Hay también un problema de interpretación. Un estudio inmediatamente anterior y posterior a 1933 quizás muestre las ganancias, pero la presencia de ganancias en un mundo con menos intermediarios de la información no sostendría la inferencia de que la *Securities Act* de 1993 se mantenga para producir ganancias hoy)

La conclusión que la *Securities Act* reduce la variabilidad de los retornos también es ambigua respecto a beneficios versus pérdidas. Una interpretación posible es que los estatutos elevan el costo de dirigirse al público, el cual muchas empresas no asumen. Sólo las empresas más grandes «sazonadas» con aventuras de empresas cerradas estarían disponibles de comprar. Esto dañaría a los inversionistas privándolos de elegir sin poder incrementar sus retornos. Una interpretación diferente es que los inversionistas con buena información valorarán los nuevas emisiones más astutamente; el «mejor» precio dirige a la menor brecha entre el precio inicial y el precio subsiguiente, así la variación es menor. En todo caso, este argumento concluiría, los inversionistas que pueden tener carteras diversificadas no tienen interés en comprar en la variación; de todos modos ellos la obtendrían cambiando el financiamiento de sus carteras. La *Securities Act* de 1933 no debe bloquear la creación de nuevas empresas. Con tal que la aventura del mercado de capital sea grande y razonablemente eficiente (lo cual sí es), las colocaciones privadas levantarán todos los fondos necesarios, en tasas óptimas, desde el pro de quienes acuerdan un nuevo negocio.

El efecto de la *Securities Act* de 1933 sobre el riesgo de las nuevas emisiones sugiere todavía otra complicación. Una reducción en el riesgo implica un retorno más bajo para el mercado en su totalidad, y este factor confunde los intentos para deducir el bienestar de los inversionistas mirando los efectos a lo ancho del mercado[53].

D. Los beneficios: las ganancias y las pérdidas de los intermediarios y las empresas

Si la información en retornos comparativos entre tipos de emisión o en el tiempo no es clara, podemos estar mejor con información sobre cambios instantáneos del precio. Es posible preguntarnos lo que sucedió con los precios de las acciones cuando los estatutos entraron en vigencia. Si los nuevos requisitos de transparencia fueron beneficiosos, el argumento va a que los inversionistas habrían valorado más alto las acciones. Los precios deben haber subido para reflejar rápidamente las ganancias de los inversionistas[54].

[54] Ver SCHWERT. «Using Financial Data to Measure Effects of Regulation». J.L. & Econ. No. 24. p. 121. 1981. Para una discusión sobre metodología y una descripción de algunas de las más interesantes conclusiones.

George Benston ha estudiado la reacción del mercado al paso de la ley de 1934[55]. Porque cada empresa participante de los principales intercambios en 1934 tuvo una auditoría anual independiente que reveló sus resultados, Benston analizó los efectos del estatuto buscando las diferencias en el rendimiento de las acciones de aquellos que previamente habían revelado la venta (62% por ciento) y de aquellos que no lo hicieron. El sostiene una no significativa diferencia en el rendimiento de las empresas de los diferentes grupos entre febrero de 1934 (cuando los primeros argumentos de la Ley fueron sostenidos) y junio de 1935 (momento en el cual todas las empresas habían revelado sus ventas). Benston infirió de esta información que las nuevas reglas de transparencia no generaban ningún beneficio a los inversionistas.

Es difícil saber qué se hizo de esto. Talvez las «ventas» no fueron la parte crítica de la información que los inversionistas deseaban (aunque hay evidencia de que la revelación de este hecho a menudo afectaba el precio de las acciones). Talvez no habían diferencias significativas en el rendimiento porque el mercado infirió las ventas no reveladas de las ventas reveladas en la misma industria. Entonces trataríamos a quienes no revelaron como *free riders*, bajo el argumento de la Parte II. B., tratando de aprovecharse de otras empresas. Esta interpretación es consistente con la conclusión adicional de Benston de que durante el período 1929-1934, el precio de las acciones de las empresas que no revelaron que sus ventas subieron se puede comparar levemente con las empresas que sí lo hicieron. Benston sugiere que esto muestra que los requerimientos de información sobre las ventas dañan a los inversionistas; podríamos decir fácilmente que la no revelación de ganancias extras vino de su posición de *free riders*, procurando resistirse para obtener la información de otras empresas sin dar información de sus propias manos.

Nosotros no queremos aparecer como muy críticos a este trabajo. Es difícil de hacer, porque los mercados aún relativamente ineficientes incautarán muchísima información. La mayor información acerca de reglas legales y transparencia se refleja por adelantado en los precios, lo más difícil es hacer estudios comparativos para discernir los efectos de las reglas legales. Es justo decir, pensamos, que no existe evidencia confiable de que las reglas de transparencia obligatoria son beneficiosas. Por otro lado, no existe evidencia confiable de que las reglas son (a) perjudiciales, o (b) muy caras. El equilibrio insistente del mercado de acciones erradica la información que necesitamos para conducir la prueba del costo-beneficio. Nosotros nos sustentamos, al menos por el momento, en argumentos lógicos más que en pruebas. Y los argumentos lógicos son en sí mismos no decisivos.

V. CONCLUSION

Un conjunto de respuestas privadas y públicas al problema de la asimetría de información establece poderosos incentivos a las empresas para revelar lo que los inversionistas necesitan saber. La legislación nacional de transparencia obligatoria puede mejorar estos incentivos, pero si lo hace la mejora se dará respecto a las razones de otra manera que a una necesidad para tratar con el fraude o alguna tendencia sistemática de estafa.

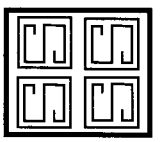
Es muy probable que la intervención sea útil cuando los vendedores carezcan de incentivos para revelar la información a causa de los efectos en terceras partes, resistentes entre otras empresas, y las tentativas de estados para explotar a los inversionistas que viven en otra parte. A veces las empresas simplemente no encontrarán en su interés revelar adecuadamente información comparativa o estandarizada sobre su industria. Porque los valores mobiliarios no son productos homogéneos, y dirigir la inspección desde perspectivas de negocio no es rentable para los inversionistas, puede haber ganancias de la insistencia colectiva en revelaciones de cierta información.

Esto tiene poco que ver con decir que nuestras reglas de transparencia existentes son óptimas. Ninguna información satisfactoria sugiere que las reglas de la SEC son beneficiosas. Talvez los problemas en la implementación previenen la realización de cualquier ahorro disponible al inicio. Hay menos razones para regular el mercado de valores que, digo, la industria funeraria, que carece también las transacciones estandarizadas y en la que las compras por inversionistas informados no pueden dirigirnos a precios eficientes. Nosotros no hemos construido un caso compulsivo para la regulación de ningún tipo, nos permitimos sólo hablar de las regulaciones particulares y de los usos de la SEC.

[55] BENSTON. Op. cit. pp. 141-152. Pero ver FRIEND y WESTERFIELD. «Required Disclosure and the Stock Market». Am. Econ. Rev. No. 65. p. 467. 1975 (desafiando las inferencias de Benston, aunque no sus conclusiones básicas). FRIEND, I. Op. cit.

Existe, sin embargo, un caso para la transparencia obligatoria, y es un caso lejanamente distinto del generalmente desarrollado por quienes aprueban las leyes de valores mobiliarios. Nuestro enfoque sugiere que los *telling blows* que pueden ser golpeados contra el caso usual no son fatales.

¿Cuál es la respuesta apropiada para esta «conclusión,» si algo tan incierto puede ser llamado de esa manera? El defensor del cambio de las reglas legales soporta una carga substancial. Las reglas legales pueden ser beneficiosas en maneras que nosotros no entendemos, y si todos podemos decir eso, es porque nosotros no identificamos ni un beneficio ni el detrimento de un conjunto dado por las reglas, el mandato para salir bien solo tiene una gran fuerza. Al mismo tiempo, el estudio de la regulación están lo suficientemente avanzados para resistir un mandato opuesto: la mayoría de los regímenes regulatorios reducen el bienestar acumulado, aunque de ellos ganen grupos de intereses especiales. No hay escasez de grupos que ganen de la regulación de valores mobiliarios. El impulso que dirigió a la eliminación de la CAB y la desregulación de muchos modelos de transporte y comunicaciones -y los beneficios observables de esta desregulación -sugiere que la máxima: *«If ain´t broke, dont fix it»* es aplicable sólo al resultado de reglas privadas. Mas los sistemas ineficientes de regulación tienen comúnmente barreras de entrada o controles de precios, aspectos que las leyes de valores mobiliarios no regulan. La dificultad final, como lo acentuamos al inicio, es que la pregunta para tomar la decisión de no regulación contra el mercado o aplicar una clase de regulación (las reglas de revelación impuestas por la SEC) contra otro (fraude y reglas de omisión material, y quizás reglas de transparencia, impuestas por los tribunales estatales y las agencias). Nosotros no podemos decir que las leyes de valores mobiliarios existentes son beneficiosas, pero tampoco estamos seguros de que sus probables reemplazos serán mejores.



ESTUDIO
ORE GUARDIA
• A B O G A D O S

CONSULTORIA
EN
MATERIA PENAL

CENTRAL: 225 - 1390
225 - 0891

Calle Dalton 237,
San Borja
Lima 41

WWW.OREGUARDIA.COM
E-MAIL: ESTUDIO@OREGUARDIA.COM

LAS FALLAS DEL MERCADO Y EL ARGUMENTO ECONÓMICO A FAVOR DE UN SISTEMA OBLIGATORIO DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN*

John C. Coffee, Jr.**

En este clásico artículo John C. Coffee Jr. construye un convincente argumento a favor de un sistema obligatorio de revelación de información, enfrentándose a las opiniones de los profesores Easterbrook y Fischel.

Su posición se basa no sólo en la experiencia histórica sino principalmente en criterios de eficiencia derivados de la lógica económica.

* El título original del presente artículo es «Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System». Publicado en Virginia Law Review No. 70, 1986. pp. 717-753. La traducción fue realizada por Cristina Ferraro, bajo la supervisión del doctor Alberto Delgado.

** Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Columbia. El autor agradece los consejos y comentarios de Bruce Ackerman, Susan Rose-Ackerman, Ronald Wilson y Joel Seligman. Ninguno de ellos se responsabiliza por las opiniones aquí expresadas.

Los recientes comentarios académicos sobre la regulación del mercado de valores tienen mucho en común con las batallas historiográficas libradas en torno a los orígenes de la Primera Guerra Mundial. La misma evolución de fases es evidente. Primero, existe una corriente ortodoxa, que tiende a ver los eventos históricos mayormente como un drama moral del bien contra el mal. En seguida, aparecen los revisionistas, desenmascarándolo todo y explicando que los buenos eran realmente los malos. Más adelante, una nueva ola de académicos más profesionales y prácticos, aparece en escena para corregir las gruesas exageraciones de los revisionistas y producir una evaluación, si bien no definitiva, más balanceada.

Este mismo ciclo es evidente en la reciente doctrina sobre las regulación del mercado de valores. Hace no mucho tiempo la manera de tratar académicamente las regulaciones del mercado de valores estaba claramente en un estado primario o de «maternidad»: criticar a la SEC[1] equivalía a favorecer el fraude. Luego aparecieron los revisionistas - entre los más notables están los profesores Stigler[1], Benston[2] y Manne[3]- quienes sostuvieron que las normas que regulan el mercado de valores producían pocos beneficios y considerables costos. Según el profesor Benston, la aprobación de estas normas ni siquiera mejoró significativamente la calidad de la información proporcionada a los inversionistas[4]. Estas afirmaciones provocaron una andanada de respuestas críticas, tanto por parte de académicos[5] como de la SEC[6]. Algunos comentaristas han atribuido ligereza metodológica al profesor Stigler[7]; la nueva literatura sobre «*insider trading*» ha sugerido que dicha práctica puede crear incentivos perversos[8]; y el

[1] Nota del traductor: la Securities Exchange Comission es la entidad regulatoria del mercado de valores en los Estados Unidos de América.

[1] Ver STIGLER. «Public Regulation of the Securities Markets». J. Bus. No. 37, 1964.

[2] Algunos de los prolíficos trabajos del profesor Benston sobre este tema son: BENSTON, G. «Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA». 1976; BENSTON. «The Costs and Benefits of Government-Requires Disclosure: SEC and FTC Requirements». En: DeMOTT, D. «Corporations at the Crossroads: Governance and Reform». 1980. pp. 37-69; BENSTON. «Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934». Am. Econ. Rev. No. 63, 1973. p.132. (en adelante BENSTON, «An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934»); BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Acct. Rev. No. 44, 1969. p. 515.

[3] Ver MANNE, H. «Insider Trading and the Stock Market». 1966; MANNE, H. y E. SOLOMON. «Wall Street in Transition: The Emerging System and its Impact on the Economy». 1974. Para revisar una crítica a Manne ver SCHOTLAND. «Unsafe at any Price: A Reply to Manne, Isider Trading and the Stock Market». Va. Law Review No. 53, 1967. p. 1425.

[4] BENSTON. «An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934» y BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Ver nota al pie 2.

[5] Ver FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation: A Further Comment». J. Bus. No. 38, 1965. p. 106. (en adelante FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation».); FRIEND y HERMAN. «The SEC Through a Glass Darkly». J. Bus. No. 37, 1964. p. 382; FRIEND y WESTERFIELD. «Required Disclosure and the Stock Market». Am. Econ. Rev. No. 65, 1975. p. 467; MENDELSON. «Economics and the Assessment of Disclosure Requirements». J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg. No. 1, 1978. p. 49. Ver también FRIEND. «Economic and Equity Aspects of Securities Regulation». 1982. (Trabajo No. 7-82 del Centro de Investigación Financiera Rodney L. White de la Universidad de Pennsylvania) (una copia se encuentra en los archivos de la Virginia Law Review Association). El análisis reciente de mayor alcance probablemente está contenida en SELIGMAN. «The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System». J. Corp. L. No. 9, 1983. p. 1.

[6] La SEC contestó en 1977 con un informe preparado por un distinguido Comité de Asesores. Ver House Comm. On Interstate and Foreign Commerce, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, 95th Cong., 1st Sess. (Comm. Print 1977) (en adelante el Informe del Comité de Asesores). Para ver una crítica a este informe: KIPKE, H. «The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose». 1979.

[7] Ver FRIEND y HERMAN. «Professor Stigler on Securities Regulation». (nota al pie 5); MENDELSON, nota al pie 5. Un estudio empírico más reciente realizado por el profesor Jarrell, no tomando en cuenta el impacto de las normas federales sobre valores, produjo en algunos temas resultados sorprendentemente distintos a los del profesor Stigler. Ver JARRELL. «The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues». J.L. & Econ. No. 24, 1981. p. 613. Para revisar las inconsistencias de los resultados ver FRIEND (nota al pie 5).

[8] Ver EASTERBROOK. «Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information». Sup. Ct. Rev. 1981. p. 309; LEVMORE. «Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts». Va. L. Rev. No. 68, 1982. p.117; SCHOTLAND. Ver nota al pie 3; SCOTT. «Insider Trading: Rule 10(b)-5 Disclosure and Corporate Privacy». J. Legal Stud. No. 9, 1980. p. 801. Para una crítica desde la perspectiva de la administración, ver HAFT. «The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation». Mich. L. Rev. No. 80, 1982. p.1051.

principal historiador con respecto a la SEC ha refutado efectivamente el relato del profesor Benston en relación con las condiciones del mercado existentes antes de la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934[9].

Nosotros, por lo tanto, podemos estar acercándonos a una nueva etapa, que puede ser llamada «post revisionismo». Entre las características que definen a los post revisionistas tenemos (1) el reconocimiento de la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores[11] como, al menos, la mejor generalización por la cual se resume la evidencia empírica disponible[10]; (2) una noción más clara de las dificultades inherentes a depender de la evidencia estadística agregada para probar o refutar cualquier tesis general sobre el impacto y efectos de revelar información[11] y (3) un cambio en el enfoque, alejándonos del continuo debate sobre el impacto que las normas que regulan el mercado de valores tenían hace cincuenta años, para centrarnos en el examen de la estructura del mercado

[9] Ver SELIGMAN, nota al pie 5. El profesor Seligman es el autor de un amplio trabajo sobre la historia de la SEC. Ver SELIGMAN. «The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance». 1982. El profesor Benston estudió la información financiera revelada en los Manuales Moody por 508 compañías cotizadas en la Bolsa de Valores de Nueva York en 1935, justo entes de que la *Securities Exchange Act* entre en vigencia. El 62% de estas compañías reveló cifras sobre ventas, en comparación con un sólo un 55% en 1926. BENSTON. «The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements». Ver nota al pie 2. Este incremento, que para el profesor Benston demostraba que la regulación era innecesaria, puede ser interpretado de diversas maneras. Las compañías podían haberse sujetado a las disposiciones de la normativa al acercarse inevitablemente su fecha de vigencia, o como sugiere el profesor Seligman, este incremento puede haber sido en gran medida un efecto estadístico causado por las empresas incumplidoras que abandonaron la Bolsa para evitar la aplicación de la *Securities Exchange Act* de 1934 (como hicieron algunos). SELIGMAN, ver nota al pie número 5. El hecho más relevante parece ser que incluso poco tiempo antes de la vigencia de la *Securities Exchange Act* de 1934, 38% de las compañías de la Bolsa de Valores de Nueva York todavía no publicaba sus cifras de ventas. En todo caso, la crítica del profesor Seligman a los datos de Benston es detallada y extensa, y por lo tanto no será desarrollada aquí.

[11] Nota del traductor: el autor usa el término «*Efficient Capital Market Hypothesis*».

[10] Convencionalmente se divide la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores en tres versiones distintas: la forma «débil», la «semi-fuerte» y la «fuerte». Ver FAMA. «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». J. Fin. No. 25, 1970. p. 383. Como ocurre frecuentemente en las relaciones entre las ciencias sociales y el derecho, en el mismo momento en el cual las decisiones administrativas y judiciales comenzaron a aceptar la Hipótesis, empezaron a aparecer anomalías en la información de las investigaciones. Estas anomalías cuestionan el alcance de la aplicabilidad de la Hipótesis o sugieren la necesidad de una reforma técnica. Las investigaciones en tres áreas han identificado fisuras en las bases de la Hipótesis. En primer lugar, estudios sobre la volatilidad de los precios de los valores sugieren que la respuesta de los precios de los valores puede ser excesiva en relación con las relevancia de los eventos subyacentes. Ver SHILLER. «Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified By Subsequent Changes in Dividends?» Am. Econ. Rev. No. 71, 1981. p. 421. En segundo lugar, estudios demuestran un efecto de «empresa pequeña» bajo el cual las pequeñas empresas (típicamente el 20% final de las empresas listadas en bolsa) obtienen retornos anormalmente altos, incluso luego de ajustes de riesgo. Otras anomalías que involucran variaciones semanales o estacionales en los retornos de las acciones y regularidades cíclicas similares también son registradas de manera recurrente. Para obtener un resumen fácilmente accesible de estos hallazgos ver SELIGMAN. «Can You Beat The Stock Market?». En: Fortune. 26 de diciembre, 1983. pp.82-94. Para acceder a la información más reciente sobre el efecto de pequeña empresa ver «Symposium on Size and Stock Returns, and Other Empirical Regularities». J. Fin. Econ. No. 12, 1983. p. 3. Para saber la respuesta de la Escuela de Chicago ver ROSETT. «Chicago School Bets on Inefficiency». En: New York Times. 11 de diciembre, 1983. F10 col. 3. Un grupo de estudiantes de post-grado y profesores formaron una compañía de inversión que invertía solamente en acciones de pequeñas empresas. En tercer lugar, la utilidad conceptual y práctica de *beta* –la medida de la volatilidad de un valor en el mercado- permanece seriamente en duda y muchos teóricos tratan de remplazarla por una definición reformulada de riesgo no diversificable. Ver MALKIEL, B. «A Random Walk Down Wall Street». 2ed. 1981; BLACK. «Yes, Virginia There is Hope: Tests of the Value Line Ranking System». Fin. Anal. J. Set.-Oct. 1973; DOWES y DYCKMAN. «A Critical Look at the Efficient Market Empirical Research Literature as it Relates to Accounting Information». Acc. Rev. No. 48, 1973. p. 300; DOWES y DYCKMAN. «The Efficient Market Reconsiderated». J. Portafolio Mgmt. No. 4, otoño 1977. pp. 4-74; SELIGMAN ver nota al pie 5. Aunque ninguna de esta anomalías parece debilitar el punto central (que los inversionistas no pueden «ganar» al mercado sobre la base de esfuerzos diligentes de investigación) sí sugieren que deben hacerse distinciones en relación a la medida en la cual la Hipótesis es usada para justificar la desregulación –especialmente porque existe muy poca evidencia respecto de algún mercado distinto a la Bolsa de Valores de Nueva York. Este artículo sugerirá que un sistema obligatorio de revelación de información debe centrarse en las revelaciones que ayuden al inversionista a calcular *beta* y permitirle reducir el riesgo diversificable; una mayor revelación también parece justificarse en el caso de empresas pequeñas dada su aparente inmunidad a las predicciones de la Hipótesis.

[11] Estudios recientes han acordado que la variación en los retornos de los valores representativos de deuda declinaron después de la *Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, este descenso puede ser interpretado de varias maneras. El profesor Friend concluye que fue resultado de la prevención contra emisiones fraudulentas, frecuentes antes de 1934. Ver FRIEND, nota al pie 5. El profesor Jarrell afirma que este cambio fue el resultado de la política paternalista de la SEC que negó a los inversionistas la posibilidad de invertir en valores de mayor riesgo con un mayor retorno. Ver JARRELL, nota al pie 7, pp. 648-649. Aunque la información estadística con frecuencia puede interpretarse de varias maneras, la aproximación usual de las ciencias sociales en estos casos es usar la observación directa e información de entrevistas. La evidencia histórica recopilada por el profesor Seligman parece apoyar su tesis respecto de la prevalencia del fraude antes de 1934. Ver SELIGMAN nota al pie 5.

contemporáneo y de las necesidades de los inversionistas bajo las condiciones existentes[12].

En esta tipología de fases, el artículo de los profesores Easterbrook y Fischel[13] parece estar al umbral del «post-revisionismo». Esta categorización puede sobredimensionar el grado en que han superado el simple catecismo de los profesores Stigler y Benston, pero siquiera su artículo reconoce que los estudios estadísticos no son claramente dispositivos[14] y que queda abierta la tenue posibilidad de que los inversionistas puedan beneficiarse de un sistema obligatorio de revelación de información[15]. Por otro lado, de las posibles razones por las que concluyen que los emisores podrían proveer menos información, sólo una –la hipótesis de los efectos en la tercera persona[III] [16]- parece plausible[17].

En contraste, una teoría más simple puede justificar un sistema obligatorio de revelación

[12] Muchas cosas han cambiado desde los años veinte. Entre las más obvias diferencias tenemos: (1) la aparición de los pequeños inversionistas en los mercados de valores, quienes eran poco usuales antes de 1934, (2) una creciente dominación del mercado por parte de los inversionistas institucionales y (3) la maduración de los analistas de valores hasta convertirse en verdaderos profesionales. En realidad, cada una de estas tendencias surge después de la Segunda Guerra Mundial (e incluso posteriormente). Sin embargo, estas tendencias no apuntan necesariamente en la misma dirección. Los inversionistas institucionales, quienes empezaron a dominar el mercado en los años sesenta (ver la nota al pie 43 y el texto que la acompaña), claramente son más capaces de defenderse que los individuos cuyas escasas tenencias de valores hacen virtualmente imposible la inversión en investigación sobre los mismos. En contraposición, la abolición de una tasa fija para la comisión de corretaje en 1975 probablemente ha disminuido el deseo y la posibilidad que las empresas competidoras provean asesoría e investigación a sus clientes como una manera de competencia distinta al precio. Aquí no se intenta calcular el resultado global de estos cambios, lo central es que una serie de economistas, al comparar los retornos de valores previos a 1933 con los posteriores a esa fecha, e incluso al comparar los retornos previos a 1933 con los de los años cincuenta, no han tomado en cuenta la probabilidad que el mercado de valores haya cambiado dramáticamente desde los años cincuenta, al extremo de cuestionar la relevancia de cualquier conclusión previa respecto al impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934.

[13] EASTERBROOK y FISCHEL. «Mandatory Disclosure and the Protection of Investors». Va. L. Rev. No. 70, 1984. p. 669.

[14] Ibid., pp. 709-713.

[15] Ibid., pp. 696-707.

[III] Nota del traductor: el autor usa el término «*third party effects hypothesis*».

[16] Ibid., pp. 685-687 y 697. Como todos los abogados especialistas en mercado de valores saben, la naturaleza de los requisitos de revelación «*Blue Sky*» de los estados particulares han sido claramente distintas. Algunos han buscado regular la «justicia» de la emisión, imponiendo requisitos sustanciales además de los ordenadas por ley federal, mientras otros se han limitado a cumplir con las normas federales. Ver LOSS, L y E. COWETT. «Blue Sky Law». 1958. pp. 17-42. Sin embargo, según este autor, ningún estado ha buscado aplicar su normativa extraterritorialmente o forzar a los emisores a revelar información cuando éstos decidieron no ofrecer sus valores a la venta en la jurisdicción. Ya que cada estado sabe que las restrictivas provisiones *Blue Sky* tiene como consecuencia que los emisores eviten ofrecer en su jurisdicción, el resultado no es el favoritismo hacia los inversionistas intraestatales, sino más bien un paternalismo dudoso que excluye inversionistas intraestatales de la oportunidad de invertir en valores debidamente registrados ante la SEC. Además, al sostener las leyes de *Blue Sky* frente al desafío de una cláusula comercial, la Corte Suprema enfatizó que tales normas se aplicaban sólo a ventas de valores intraestatales. Ver Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539, 557-58 (1917). Sólo en un extraño caso californiano se ha presentado el problema de «explotación interestatal» planteado por los profesores Easterbrook y Fischel, ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota 13, pp. 697-698. Ver Western Air Lines v. Sobieski, 258 Cal. App. 2d 213, 218, 66 Cal. Rptr. 293, 316 (1968); Western Air Lines v. Sobieski, 191, Cal. App. 2d 399, 12 Cal. Rptr. 719 (1961) (se sostiene que California tenía el poder de prohibirle a una sociedad de Delaware, con contactos sustanciales en California, el eliminar la votación acumulativa, la cual era obligatoria en California y opcional en Delaware). Consecuentemente, su discusión sobre el problema de la «explotación interestatal» parece ahistórica y desatiende las barreras constitucionales existentes frente a un intento de esta naturaleza. Aunque las cortes estatales puedan en ocasiones favorecer al demandante local, este problema fue tratado hace tiempo otorgando a las Cortes Federales jurisdicción diversa. Además, parece poco probable que las leyes federales de valores hayan reducido la cantidad de litigios indeseables. Ciertamente, la historia de la regla 10b-5 previa a mediados de los años setenta no apoya su afirmación.

[17] Otros han sugerido además que los emisores pueden resistirse a revelar información, en especial los datos relativos a la línea del negocio, por miedo de informar a sus competidores. Ver FOSTER. «Externalities and Finantial Reporting». J. Fin. No. 35, 1980. pp. 521 y 523-525. (Discute las externalidades para la empresa informante de información «competitivamente sensible»); Informe del Comité de Asesores, nota al pie 6, p. xxi (anota los reclamos de los analistas sobre las dificultades de obtener información no obligatoria pero importante para tomar decisiones de inversión). Esta posición ha sido sostenida anteriormente, pero los profesores Easterbrook y Fischel elaboran correctamente sobre ella. Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota 13, pp. 685-687. En cuanto a su argumento de explotación interestatal, ver Ibid., pp. 697-98, su discusión parece elevar el problema de la normativa estatal contra las tomas de control, evidentemente un problema serio, llevándolo más allá de sus límites realistas. No se cita evidencia alguna para sustentar la premisa que antes de 1933 los estados eran excesivamente exigentes con los emisores corporativos para favorecer a los inversionistas locales. Ni la *Securities Exchange Act* de 1934 hizo algún cambio al respecto. Los estados continuaron exigiendo requisitos de revelación bajo sus normas «*Blue Sky*», que expresamente no fueron desplazados ni por la *Securities Act* de 1933 o la *Securities Exchange Act* de 1934. Ver *Securities Act of 1933*, ch. 38, 18,48 Stat. 74,85 (codificado como enmendado en 15 U.S.C. 77zzz (1982)); Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, 28 (a) 48 Stat.'881, 903 (codificado como enmendado a 15 U.S. C. 78bb (a) (1982)).

de información. Tal teoría también puede explicar hacia donde debería enfocarse un sistema de revelación de información. Esencialmente, la presente respuesta hará cuatro afirmaciones.

Primero, ya que la información tiene muchas de las características de un bien público, la investigación con respecto a los valores tiende a ser insuficiente. Esta insuficiencia significa que la información proporcionada por los emisores corporativos no será óptimamente verificada y que los esfuerzos para buscar información material de fuentes no emisoras será insuficiente. Un sistema obligatorio de revelación de información puede, entonces, ser visto como una estrategia deseable de reducción de costos, por la cual la sociedad, en efecto, subsidia los costos de la investigación para asegurar tanto una mayor cantidad de información como un mejor examen de su exactitud. Aunque el resultado final de tales mayores esfuerzos puede no afectar significativamente el beneficio neto resultante para compradores y vendedores o incluso la finalidad general de justicia distributiva, sí mejora la asignación eficiente en el mercado de capitales; y esta mejora implica una economía más productiva.

En segundo lugar, existe una base sustancial para creer que podría existir más ineficiencia sin un sistema obligatorio de revelación ya que los inversionistas incurrirían en un excesivo gasto social al buscar ganancias en el mercado de capitales. La colectivización minimiza el desperdicio social que de otra manera resultaría de la innecesaria desviación de recursos económicos hacia dicha búsqueda.

Tercero, la teoría de revelación autoinducida[IV], ahora popular entre teóricos de la empresa y en la cual confían los profesores Easterbrook y Fischel[18], tiene tan sólo una validez limitada. Una particular falla en esta teoría es que no presta la debida atención a las transacciones por las que se intercambia el control y asume con demasiada facilidad que los intereses de la administración y los accionistas pueden alinearse perfectamente. De hecho, precisamente las condiciones especificadas por estos teóricos como necesarias para un sistema voluntario de revelación efectivo, no parecen ser satisfechas. A pesar de que la administración puede ser inducida a través de incentivos contractuales para alinear su propio interés con la maximización del valor de las acciones, la administración todavía tendría un interés en adquirirlas de los accionistas a un precio rebajado, por lo menos mientras pueda aprovechar el «*insider trading*» o financiar la toma de control con endeudamiento[V]. En atención a que los incentivos para ambas conductas se mantendrían aparentemente fuertes, surgirán momentos en que la administración podrá beneficiarse dando una falsa señal al mercado.

Cuarto, incluso en un mercado de capitales eficiente, siempre existe información que el inversionista racional necesita para optimizar su portafolio de valores. Tal información parece ser mejor suministrada por un sistema obligatorio de revelación de información.

Sin embargo, ninguna de estas afirmaciones tiene la intención de convertirse en una defensa cerrada del *status quo*, ni esta respuesta abordará el importante, pero distinto, tema de la utilidad de la revelación de información como una forma de regulación sustantiva de la conducta corporativa a través de la sanción de estigmatización.

I. LA PERSPECTIVA DEL BIEN PÚBLICO

Aunque hoy en día es fácil criticar la premisa original de las normas federales del mercado de valores –es decir, que la revelación obligatoria de información le permitiría al pequeño inversionista identificar e invertir en valores de mayor calidad y menor riesgo- tales críticas no nos conducen muy lejos ya que su objeto ha cambiado. Los mercados de valores han evolucionado significativamente desde los años treinta, siendo la aparición del analista de valores profesional uno de sus desarrollos más relevantes[19]. El analista, poco conocido en 1934 y común hoy en día, parece llamado a convertirse en el mecanismo crítico de la eficiencia del mercado, ya que el acceso en línea a la información archivada por la SEC

[IV] Nota del traductor: el autor usa el término «*theory of self-induced disclosure*».

[18] Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 684-685.

[V] Nota del traductor: el autor usa el término «*leveraged buyouts*».

[19] El Comité de Asesores de la SEC encontró que habían unos 14,646 analistas profesionales de valores empleados por instituciones financieras, empresas de corretaje y servicios consultores desde 1977. Ver el Informe del Comité de Asesores, nota 6, p. 36. Presumiblemente esta profesión ha sobrevivido porque brinda un servicio útil. Típicamente, la fuente principal de información específica usada por el analista parece venir de conversaciones personales con los administradores. Ibid., pp. 66-68. El hecho que los gerentes divulguen la información de esta manera a los analistas apoya la teoría de revelación voluntaria discutida más adelante. Ver sección II. Para ver un refrescante tratamiento escéptico del analista, habría que ver MALKIEL, B. Nota 10, pp. 157-161.

permite que el acceso a ella sea inmediato y relativamente sin costo para el analista[20].

La labor del analista de valores puede subdividirse en dos funciones básicas. Primero, el analista busca información de fuentes distintas al emisor que tengan incidencia sobre la cotización de un valor corporativo. Con frecuencia esta información es crítica ya que el desempeño del emisor puede depender sustancialmente de factores exógenos –por ejemplo, tasas de interés, el comportamiento de sus competidores, actos gubernamentales, actitudes de los consumidores y tendencias demográficas- con respecto a los cuales el emisor carece de conocimiento especializado o el analista tiene mejor acceso. Segundo, el analista verifica, prueba y compara las revelaciones de información por parte del emisor, tanto para prevenir fraudes deliberados como para eliminar la parcialidad inconsciente que suele afectar a toda clase de transferencia de información[21].

Aunque los inversionistas individuales también podrían desarrollar estas funciones de búsqueda y verificación, el analista profesional podrá normalmente realizarlas a un menor costo ya que aparentemente existirían grandes economías de escala y especialización asociadas a estas tareas. En consecuencia, la mayoría de relatos que explican la eficiencia del mercado de valores le reconocen una responsabilidad significativa a la competencia entre analistas por la información relativa a los valores[22].

En principio, el volumen de información desarrollado por los analistas de valores depende de las fuerzas normales del mercado y debería resultar en el equilibrio usual: los analistas deberían invertir en verificar y buscar información sobre valores corporativos hasta que el costo marginal de esta información para ellos sea igual a su retorno marginal. Comúnmente, este equilibrio privado debe también producir eficiencia en la asignación: los recursos sociales se emplearán para buscar información hasta que los costos sociales se eleven e igualen a los beneficios sociales. Sin embargo, existe una falla básica en este simple análisis neoclásico, la cual involucra un problema que surge cada vez que se crea un bien público.

A. Las fallas del mercado como causa de una insuficiente investigación respecto de los valores

El concepto económico de bien público es bastante conocido[23]. Sin embargo, la medida en la cual la información sobre valores corporativos obtenida de fuentes no emisoras se asemeja (si bien de manera imperfecta) a un bien público, no ha sido adecuadamente reconocida. La característica clave de un bien público es la imposibilidad de excluir a usuarios que no han pagado por él; las personas se benefician incluso si no han contribuido para cubrir los costos de adquirir el bien, en parte porque el uso del bien por una persona no disminuye su disponibilidad para los demás. Los parques públicos, la televisión pública y la defensa nacional son ejemplos de esta clase de bienes. Debido a

[20] Para esta visión del futuro, ver SANGER. «S.E.C.`s Computer Revolution: Benefits Seen for Investors». En: N.Y. Times. 3 de abril, 1984, en D1, col 3. Se prevé que los emisores podrían archivar y actualizar sus reportes electrónicamente. Aunque el inversionista individual también podría acceder a esto, el analista y el corredor tendrían significativas economías de escala operando a su favor.

[21] Se tiende a poner demasiado énfasis en el fraude frente a otras formas de distorsión de información. La filtración selectiva de información a través de múltiples capas de transmisión es una realidad al interior de instituciones sociales complejas, y tiende a agravarse en instituciones jerárquicas tales como las empresas. Para un debate sobre estos problemas, ver FESTINGER, L. «A Theory of Cognitive Dissonance». (1957); COFFEE. «Beyond the Shut-Eyed Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response». Va. L. Rev No. 63, 1976. pp. 1099, 1137-1139. (Discute la «relación de autoridad» y la pérdida de información a través de relevos sociales en una jerarquía).

[22] La opinión que la competencia entre analistas para «buscar y analizar información» mantiene la eficiencia del mercado ha recibido ahora el respaldo de la Corte Suprema en Dirsk v. SEC, 103, Cr 3255 (1983): «Imponer un deber de divulgar o abstenerse solamente porque una persona a sabiendas recibe información material no pública de un *insider* y realiza transacciones sobre esa base, podría tener una influencia inhibidora en el rol de los analistas de mercado, que la misma SEC reconoce como necesario para preservar un mercado saludable». Ibid., pp. 3263 (énfasis añadido). Debe enfatizarse que la Hipótesis de Eficiencia del Mercado de Valores no implica que la investigación sobre valores no tiene valor, aunque sí cuestiona el precio que normalmente se paga. Ver FAMA. «Random Walks in Stock Market Prices». Fin. Anal. J., Sept-Oct 1965. pp. 55–59; POZEN. «Money Managers and Securities Research». N.Y.U.L. Rev. No. 51, 1976. pp. 923, 950-953.

[23] Para desarrollos importantes sobre este concepto, ver MUSGRAVE, R. «The Theory of Public Finance». 1959. pp. 61-89, 116-35; OLSON, M. «The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups». 1965; HEAD. «Public Goods and Public Policy» Pub. Fin. No. 17, 1962. p. 197. Técnicamente, un bien público se caracteriza por la no exclusión y la indivisibilidad –significando el último término que el uso o consumo del bien por un usuario no disminuye su disponibilidad para los demás. Entonces, una vez que se construye un parque público, no es posible excluir a los ciudadanos que no contribuyeron con impuestos o donaciones para su construcción. Además, el uso que tales ciudadanos den a este parque no disminuye su disponibilidad para otros. Para nuestros propósitos, la no exclusión es el concepto crítico ya que hace surgir el problema de los «*free riders*» que pueden beneficiarse de un bien público sin tener que pagar por él.

que las personas pueden aprovecharse sin costo[VI] de los pagos realizados por los demás, tienen un incentivo para pagar de menos, a pesar de que puedan considerar estos bienes como de vital importancia y estuviesen dispuestos a adquirirlos en un mercado abierto si no tuviesen la oportunidad de aprovecharlos sin costo. El resultado es que los bienes públicos tienden a ser proveídos de manera insuficiente[24].

La información respecto de los valores tiene esta característica clave de no exclusión. En pocas oportunidades puede ser reservada a un solo usuario ya que muchas personas tendrán motivos para divulgarla. Cuando un miembro del personal de una empresa le da un dato a un amigo sobre un evento sustancial en curso la información no se queda ahí, sino que tiende a difundirse. De hecho, está en el interés de quien recibió el dato , una vez que ha realizado la operación en el mercado de valores, informar a otros para así generar entusiasmo y crear una alza en el mercado. De otra manera la persona informada alcanza solamente la dudosa victoria de ser propietario de un valor subvaluado y como dice el credo de los agentes de Wall Street: «una ganga que sigue siendo una ganga, no es una ganga». Los usuarios subsiguientes obtienen un beneficio prácticamente gratuito por la información recibida, aunque el valor del beneficio rápidamente se desvanece por el pronto ajuste del mercado[25].

Con respecto al analista de valores, el carácter de bien público de los valores implica que el analista no puede obtener el íntegro del valor económico de su descubrimiento, y esto a su vez significa que realizará menos verificaciones y búsquedas de las que los inversionistas colectivamente desearían. El carácter de bien público de la investigación sobre valores fue bien ilustrada por el conocido comercial: «cuando E.F. Hutton habla, la gente escucha». De hecho, la gente sí escucha, pero hay quienes no pagan por lo que reciben, ellos son los «*free riders*». Comúnmente, la investigación sobre valores se reduce al informe de un analista que circula por prominentes inversionistas institucionales a cambio de la expectativa de futuras comisiones u otros negocios de banca de inversión[26]. Obtener la información de esta manera es supuestamente más eficiente a que cada inversionista institucional contrate su propio analista (lo cual también ocurre) debido a las economías de escala y a la especialización[27]. Una vez que la investigación respecto de valores se disemina de esta manera (o en cualquier manera similar), el *free riding* es predecible: la noticia se filtra casi inmediatamente ya que la confidencialidad del informe circulante no puede protegerse por mucho tiempo y los inversionistas institucionales tienen incentivos (una vez que han cerrado la operación) para hacer que el informe cumpla su propia profecía animando a otros a comprar[28]. En cualquier caso, esas personas en la cadena de información no retribuyen al analista. Como consecuencia, la investigación sobre valores tenderá a estar sub-compensada. Esta sub-compensación implica una sub-inversión en la investigación sobre valores en términos de la riqueza agregada que produce y conserva. Así volvemos al clásico problema de los bienes públicos: mientras los *free riders* no tengan que pagar, el bien será proveído de forma insuficiente.

[VI] Nota del traductor: el autor utiliza el término «*free ride*» para referirse a la posibilidad de aprovecharse de los costos asumidos por los demás para obtener así los bienes o servicios públicos de manera gratuita.

[24] Los profesores Easterbrook y Fischel han utilizado este análisis para explicar por qué los accionistas no van a resistir a la administración. Ver EASTERBROOK y FISCHEL. «The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer». Harv. L. Rev No. 94, 1981. pp. 1161, 1171. Debido a que el beneficio de cualquier resistencia tomada por un accionista individual o un grupo de accionistas tiene que compartirse con todos los demás accionistas, «el ser pasivo resulta conveniente para el interés propio de cada accionista». Ibid. Este problema de *free riding* se aplica al accionista y también al analista, ya que el analista de valores no puede obtener el total valor económico que sus esfuerzos crearon. Ver el texto que acompaña a las notas 26-28.

[25] Sin embargo, la rapidez de la respuesta del mercado depende de si la información está públicamente disponible (por ejemplo reportes de ganancias o proyecciones o anuncios de dividendos) o información semi-pública suministrada lentamente de una fuente interna. Los hechos de Dirks v. SEC 103 S. Ct 3255 (1983), ilustran esto. En Dirks, Ronald Secrist, un antiguo funcionario de Equity Funding, intentó sin éxito alertar a las autoridades regulatorias sobre la existencia de un clásico fraude. Entre el 7 de Marzo de 1973, cuando Secrist alertó tanto a Dirks como a las autoridades de seguros, y el 28 de Marzo, cuando la SEC suspendió las transacciones, la información crítica estaba en manos de numerosos individuos. Su plazo de reacción fue relativamente largo (por varias razones atendibles). Los clientes de Dirks fueron capaces de liquidar sus posiciones en las acciones y evitar graves pérdidas, aunque los detalles del fraude habían sido descritos a las autoridades dos semanas antes. Ver también la nota la pie 43.

[26] Ver el texto que acompaña a la nota al pie 30.

[27] Ver el texto que acompaña a la nota al pie 22. Si no fuera más eficiente, tal estructura institucional presumiblemente no hubiese sobrevivido.

[28] Ver nota al pie 25 y el texto que la acompaña.

Un problema relacionado con la investigación sobre valores es la dificultad inherente a contratarla. Normalmente, la compensación por esta investigación se hace de manera *ex post* porque el inversionista no puede saber su valor de antemano. Este no es un problema exclusivo de estas investigaciones, también complica las negociaciones respecto de secretos comerciales, patentes, y otros tipos de información valiosa[29]. La única prueba objetiva del valor de las recomendaciones es la posterior ocurrencia del hecho predicho en el mercado. Aunque quien adquiere información valiosa debería estar dispuesto a compensar a su proveedor (al menos si espera volver a obtener este tipo de información en el futuro), el hecho de que la compensación sea realizada *ex post* y tenga carácter unilateral causa que el pago sea menor al que hubiese sido producto de una negociación bilateral.

Este problema se complica más porque generalmente el pago no se hace en efectivo. Por el contrario, el usuario dirige parte de sus requerimientos de corretaje a la empresa cuyo analista le brindó la información. De hecho, el inversionista institucional paga un precio superior al de mercado por servicios de corretaje para poder obtener información valiosa; el inversionista adquiere asesoría con nada más que la promesa de aplicar una prima a las futuras comisiones de corretaje. Esta prima se evidencia por la reciente aparición de corredores de descuento, que ofrecen sólo servicios de intermediación y no dan asesoría. El costo de tal intermediación es aproximadamente cincuenta por ciento más bajo que el correspondiente al servicio completo que brindan las firmas corredoras[30]. Entonces, el cliente tiene la opción de escoger los servicios financieros – un simple servicio de intermediación o un servicio de intermediación más asesoría.

Esta curiosa estructura institucional tiene dos implicancias importantes, que los críticos neoclásicos de la revelación obligatoria de información han simplemente ignorado. Primero, claramente existe un incentivo para que el comprador haga trampa en el acuerdo implícito, ya que puede usar la asesoría de inversión suministrada por la empresa de servicio completo, y después dirigir la mayoría de su negocio de corretaje a la empresa de descuento. Segundo, la permanencia de empresas de servicio completo y la supervivencia misma del analista de valores como profesión ante esta competencia de precios, sugiere que los consumidores sí quieren asesoría e investigación de valores, tanto al nivel de clientes individuales como al de inversionistas institucionales. Si no fuese así las empresas de corretaje despedirían a sus analistas para reducir costos. Por otro lado, no se puede descartar esta evidente demanda por la investigación de valores como una preferencia irracional ya que el grupo de consumidores incluye a los inversionistas institucionales más sofisticados.

Estos problemas contractuales, combinados con la naturaleza de bien público de la investigación de valores, ayudan a explicar cómo un sistema obligatorio de revelación de información beneficia a los inversionistas. Puesto en términos simples, se justificaría una respuesta regulatoria en caso las fuerzas del mercado no sean adecuadas para producir la oferta socialmente óptima de investigación. Aunque los asesores de inversión en valores están mínimamente regulados por las leyes federales que regulan el mercado de valores[31], en efecto están fuertemente subsidiados por estas normas. Entonces, la *Securities Exchange Act* de 1934 tiene en la actualidad menor impacto en proveer de información útil al inversionista final que el que tiene en reducir costos para el analista de valores[32].

[29] Simplificando la idea, si el inventor o descubridor revela su secreto anticipadamente, el receptor no necesita compensarlo a menos que por ley se haya concedido alguna forma de derecho de propiedad al inventor o descubridor. Ver KITCH. «The Law and Economics of Rights in Valuable Information». J. Legal Studies No. 9, 1980. p. 683.

[30] Ver VERTAN. «Those Discount Stockbrokers». En: N. Y. Times 19 de enero, 1984, p. D 10 col 3. Hoy en día, el corretaje de descuento tiene de 15 % a 16% del negocio minorista, habiendo subido de 1% en 1975, y aparentemente está aumentando su participación en el mercado aún más. Ibid. Esta transición está relacionada con la eliminación de una tasa fija de comisiones para el corretaje en 1975. En efecto, la competencia en precios ha comenzado a reemplazar a la competencia en servicios, en parte porque la comunidad de corredores no puede evitar que los clientes puedan escuchar el consejo de un corredor de servicio completo y, simultáneamente, usar el servicio más económico del corredor de descuento.

[31] Los analistas de valores pueden estar obligados a registrarse como consejeros de inversiones bajo el Investment Advisers Act de 1940, 15 U.S.C. 80b-1 (1982), que contiene disposiciones de reporte y antifraude. Sin embargo, no se exige ninguna calificación educacional o de otra índole para ser un consejero de inversiones, y las estructuras reguladoras parecen ser más relajadas de aquellas que se aplican a los corredores. Para una revisión, ver LOSS, L. «Fundamentals of Securities Regulation». pp. 733-748 (1983).

[32] Para un análisis similar del impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934, ver WILSON y KRAAKMAN. «The Mechanisms of Market Efficiency». Va. L. Rev. No. 70, 1083. pp. 559, 637-642. Aunque vean la *Securities Exchange Act* de 1934 como «una normativa para proteger intereses especiales» en ayuda de la industria de valores, esta evaluación parece prestar muy poca atención a los beneficios que se generan para los inversionistas ordinarios en la forma de una mayor disponibilidad de información pública y un mayor número de empresas monitoreadas de cerca por los analistas de valores. Ver las notas al pie 38-43 y el texto que las acompaña. Aunque esta información no les permitirá «ganarle al mercado» debería beneficiar al inversionista al menos en dos maneras distintas (1) permite al inversionista juzgar mejor el nivel de riesgo de los valores individuales, para evitar invertir en valores cuyo nivel de riesgo excede su nivel personal de aversión de riesgo, y (2) debería reducir la varianza en retornos aplicable a esos valores no negociados en las grandes bolsas de valores, que de otro modo los analistas no estarían monitoreando de cerca.

Efectivamente, los informes periódicos detallados que las empresas «reportantes» presentan bajo la *Securities Exchange Act* de 1934 son principalmente útiles sólo para el analista profesional y no para el inversionista individual[33]. Por lo tanto, no es ninguna sorpresa que la comunidad de inversionistas profesionales haya apoyado por mucho tiempo el sistema de revelación continua de la *Securities Exchange Act* de 1934: para ellos el sistema implica un ahorro de costos[34].

¿Qué implica este ahorro para la estructura y eficiencia del mercado de valores? En la medida en que la revelación obligatoria reduce el costo marginal de adquirir y verificar información para el profesional de mercado, aumenta la cantidad total de investigación y verificación efectuada. Esto es así debido a que el analista, como un empresario racional, incrementará su producción hasta que su costo marginal iguale su retorno marginal; de lo que se sigue axiomáticamente que la colectivización de información de valores producirá más información. Con el tiempo los retornos excesivos hacia los analistas de valores inducirán a nuevos competidores a entrar al mercado, lo cual incrementará la competitividad en esta industria. El empirismo causal sugiere que ambas predicciones pueden ser observadas en la experiencia posterior a 1934 en la industria del mercado de valores. Ciertamente el volumen de la investigación en relación con valores es más alto hoy que en 1934, y el mismo título de «analista de valores» no hubiera sido entendido en ese entonces[35].

La pregunta no resuelta es, ¿por qué esta disminución de los costos no se ha visto claramente reflejada en incrementos en los precios de las acciones u otro impacto observable inmediatamente después de la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934?[36]. Aunque el único estudio existente sobre la reacción del mercado a la aprobación de la

---

[33] Este punto ha sido argumentado persuasivamente por el profesor Kripke. Ver KRIPKE. «The Myth of the Informed Layman». Bus. Law No. 28, 1973. pp. 631-632-638. El Comité de Asesores de la SEC reconoció que una revelación material normalmente llega al mercado y se fijaba en el precio bastante antes que se fijara en el archivo de la *Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, esto no convierte a tales archivos en irrelevantes, ya que la responsabilidad federal por fraude se relacionaba a los archivos de la *Securities Exchange Act* de 1934 y porque tales registros podrían entonces ser verificados por analistas: «la información contenida en los registros es usualmente mucho más extensa que la entregada anteriormente. Entonces, provee al analista y a otros un medio por el cual la información abreviada ya revelada pueda ser cualitativamente revisada, y evaluada». Informe del Comité de Asesores, nota al pie 6, pp. xlvi. Ver también Ibid., pp. 289-298. Esta justificación de la revelación como una técnica para economizar costos y así ayudar a los profesionales del mercado no fue la intención del Congreso en 1933, pero esto parece ser irrelevante.

[34] Ver SELIGMAN, J., ver nota al pie 9, pp. 311-312, 630 n.50 (1982). La industria recibió favorablemente las enmiendas de 1964 que expandieron el alcance de la *Securities Exchange Act* de 1934, incluyendo a las empresas que tuvieran más de 500 accionistas y un nivel determinado de activos. Sin embargo, la industria sí se opuso amargamente a la *Securities Act* de 1933 y condujo lo que el profesor Seligman denominó una «huelga de capital».
Ibid., pp. 71-115.

[35] El término «análisis de valores» se popularizó gracias a Benjamin Graham y David Dodd quienes publicaron en 1934 su inmensamente influyente declaración de los principios fundamentales del análisis financiero. Ver GRAHAM, Benjamín y David DODD. «Security Analysis: Principles and Techniques».
1934. Aunque este libro tuvo sus precursores, es tan difícil imaginar un desarrollo identificable del analista de valores antes su publicación como concebir el surgimiento de la profesión del psicoanalista antes de Freud. Por ejemplo, la Sociedad de Analistas de Valores de Nueva York, la organización profesional más grande en este campo, no se fundó hasta fines de los treinta. Entrevista telefónica con un funcionario del personal de la Sociedad de Analistas de Valores de Nueva York (abril 1984). Las publicaciones como Moody's datan del siglo XIX, y el prototipo del analista de valores puede rastrearse hasta mucho antes de 1934, pero el verdadero desarrollo del analista de valores moderno tuvo que esperar tanto al desarrollo de la teoría que Graham y Dood codificaron, como al surgimiento del inversionista institucional, el cual ocurrió esencialmente en los sesenta. Ver nota al pie 43 y el texto que la acompaña.

[36] Sólo se ha realizado un estudio sobre los efectos de la *Securities Exchange Act* de 1934 en los precios de los valores. Ver BENSTON. «An evaluation for the Securities Exchange Act of 1934».Ver nota al pie 2. El profesor Benston aisló dos grupos de empresas para la comparación: uno que divulgaba los montos de sus ventas antes de la *S.E. Act* del 34 y otro que no lo hacía. Ninguno mostró cambios significativos en la tasa agregada de retorno luego de la aprobación de la norma. En teoría, uno podría esperar que, al conocer los inversionistas la información perjudicial que hasta el momento había sido retenida por la administración, las empresas no divulgadoras experimenten retornos negativos anormales. El profesor Benston concluyó que la norma no tuvo efectos. Sin embargo, la metodología del profesor Benston ha sido cuestionada recurrentemente, en parte porque su grupo «no divulgador» parece haber estado formado por empresas que sí revelaron sus ingresos netos, la variable más importante para los inversionistas. Ver FRIEND y WESTERFIELD, nota al pie 5, pp. 468-470; SELIGMAN nota al pie 5, p. 17. Los profesores Friend y Westerfield también encontraron que ambos grupos de empresas se desempeñaron mejor en el periodo posterior a 1934. Ver FRIEND y WESTERFIELD, nota la pie número 5, pp. 468-470. Pero ver también BENSTON. «Required Disclosure and the Stock Market: Rejoinder» A. Econ. Rev. No. 65, 1975. p. 473. Aunque es normal para los estudiosos el confiar en los resultados de Benston sin resaltar las serias fallas metodológicas de su análisis (o las múltiples interpretaciones que podrían darse a estos datos), el tema de si la *Securities Exchange Act* de 1934 tuvo un impacto inmediato en los precios de los valores o en los inversionistas sigue sin resolverse.

Securities Exchange Act de 1934 haya sido demasiado defectuoso, metodológicamente, para captar cualquier cambio ocurrido, otra respuesta posible es que todas las ganancias fueron captadas por los comerciantes informados y otros profesionales del mercado en la forma de reducción de costos. Cabe argumentar que estos comerciantes recibieron aproximadamente el mismo volumen de información tanto antes como después de 1934, pero simplemente obtuvieron esta información a un precio más bajo después de la *Securities Exchange Act* de 1934[37]. No obstante, esta respuesta parece incompleta, pues ignora que el analista de valores –o su predecesor en esa época- debía producir más información si tenía un menor costo marginal.

El argumento según el cual los menores costos para el analista de valores debían resultar en más producción de información nos lleva sólo hasta ahí. Tal como los profesores Easterbrook y Fischel correctamente anotan, es teóricamente posible que se haya producido demasiada información, particularmente porque no todos, o ni siquiera la mayoría de inversionistas necesitan estar bien informados para que el mercado sea eficiente[38]. Sin embargo, se detienen en este punto, que parece ser la antesala para comenzar un análisis más cuidadoso.

Según el Comité de Asesores de la SEC sobre revelación de información, sólo cerca de 1,000 de las aproximadamente 10,000 raras empresas «reportantes» registradas bajo la *Securities Exchange Act* de 1934 son objeto de un seguimiento regular por parte de los analistas de valores[39]. En ausencia de un monitoreo de analistas y ante la presencia de transacciones erráticas en el mercado de valores, hay considerables razones para dudar que el mercado para las otras 9,000 compañías sea «eficiente», aun en algunos casos en el sentido «lato» del término. A pesar de que existen otros mecanismos para lograr eficiencia, su eficacia no está probada y es altamente debatible[40]. La conveniencia de gastar recursos sociales para mejorar la eficiencia del intercambio en estos temas pequeños también puede ser razonablemente discutida. Lo que parece estar fuera de discusión, sin embargo, es la consecuencia de aumentar los costos marginales de los analistas de valores para obtener o verificar información. Si derogásemos la *Securities Exchange Act* de 1934 y, por lo tanto, incrementáramos los costos marginales de los analistas, el número de compañías que regularmente son objeto de seguimiento por los analistas seguramente bajaría de la cifra de 1,000[41]. En resumen, la reducción de costos para los analistas implica una cobertura más amplia de empresas, y los incrementos de estos costos implican lo contrario. Esta conclusión, a su vez, nos lleva al tema de fondo: cuanto más empresas sean objeto del seguimiento de analistas, habrá más seguridad en cuanto a que en los mercados de capitales haya eficiencia en la asignación de recursos y a que el juego sea justo en lo que respecta a tales empresas.

[37] Esta es la tesis que los profesores Gilson y Kraakman avanzan. Ver GILSON y KRAAKMAN, nota al pie 32, pp. 636-638.

[38] «La versión más sofisticada de la explicación de los bienes públicos es que aunque los inversionistas producen información, producen a la vez demasiada y muy poca información». EASTERBROOK y FISCHEL, ver nota al pie 13, p. 681. A pesar de que su afirmación parece ser correcta, sólo enmarca el problema, sin evaluar el impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934 que anima al analista a producir más información, mientras elimina la necesidad de duplicar esfuerzos por parte de analistas o inversionistas rivales. En lugar de esto, los profesores Easterbrook y Fischel se apoyan en el Teorema de Coase, el cual por sus propios términos es inaplicable cuando existen altos costos de transacción, como probablemente sucede en el caso de un accionariado pequeño y ampliamente difundido.

[39] Informe del Comité de Asesores, ver nota al pie 6, pp. xviii-xix. El profesor Kripke ha cuestionado este número por ser muy bajo. KRIPKE, H., ver nota al pie 6, pp.126-128. Este cuestionamiento parece correcto pero sólo en cuanto a la intensidad. Incluso si el número de empresas objeto de seguimiento regular fuese el doble, esto dejaría a 8,000 compañías con más de 500 accionistas sin seguimiento dentro de la comunidad profesional de analistas financieros.

[40] Desde luego algunos argumentarán que las fuerzas de mercado son adecuadas para inducir la revelación de información aunque el seguimiento de los analistas no se esté llevando a cabo. Esta teoría de la revelación de información auto-inducida es examinada en la sección II de este artículo, que la encuentra parcialmente cierta.

[41] En el margen, puede esperarse que un analista de valores mientras se incrementa su costo marginal reduzca sus operaciones (ya sea investigando a menos empresas o investigando al mismo número de manera menos profunda). Una forma de probar esta tesis puede ser comparar el número de empresas objeto de un seguimiento regular antes de 1934. Sin embargo, no hay manera de medir objetivamente esta variable, en parte porque existían menos analistas de valores en aquella época y las técnicas eran más rudimentarias. Una investigación superficial revela que desde 1941 habían 1,210 emisores listados en la Bolsa de Valores de Nueva York. Ver el 7 SEC Ann. Rep. 305 (1941). Asumiendo que este número constituye el límite máximo de los valores objeto de seguimiento regular, aun así no se contrasta notoriamente con el número estimado de valores que son objeto de seguimiento regular hoy día. Ver el texto que acompaña a la nota al pie 39. La cifra de 1,210 probablemente sobrepasa la cantidad de empresas que eran objeto de seguimiento regular; el profesor Seligman le ha informado a este autor que en su opinión antes de 1934 pocas empresas revelaban suficiente información para ser objeto de un seguimiento al nivel asumido por el Comité de Asesores de la SEC en su estimado que actualmente los analistas siguen regularmente a 1,000 empresas. Otra forma de probar esta tesis sería comparar el número de analistas de valores a tiempo completo antes y después de 1934. Aunque la cifra de 14,646 dada por el Comité de Asesores de la SEC en 1977, ver nota al pie 19, probablemente excede en gran medida a la cifra previa a 1934, ésta es una comparación ilegítima porque la profesión de analista de valores estaba entonces sólo en su infancia.

Ningún principio inmutable dice que 1,000 (o cualquiera que sea el nivel actual) es el punto de equilibrio correcto, pero la política debe encuadrarse en estos términos. Desde esta perspectiva, el analista de valores es hijo de la *Securities Exchange Act* de 1934. Para estar seguros, la *Securities Exchange Act* de 1934 es sólo uno de los padres: el nacimiento del analista moderno también tuvo que esperar el desarrollo de una estructura institucional que pudiera sostener y apoyar la investigación de valores como una profesión especializada. Debido a las dificultades antes mencionadas para contratar investigación de valores[42], el desarrollo del analista requería la emergencia previa de una clase de inversionistas –es decir, el inversionista institucional moderno– que negociara transacciones suficientemente repetitivas y en un volumen suficientemente grande para poder compensar al analista mediante el sistema único de intercambiar asesoría por comisiones de corretaje futuras.

En 1934, los inversionistas institucionales representaban sólo una pequeña fracción de la negociación de valores representativos de capital; la figura dominante era todavía la del inversionista profesional, que confiaba más en rumores, datos, y contactos personales que en información sólida. Solamente con la posterior aparición (probablemente en los años sesenta) del inversionista institucional –y en particular una población de inversionistas institucionales en toda la nación- es que surgió la estructura institucional que podía sostener al moderno analista de valores[43]. Bajo esta luz, la *Securities Exchange Act* de 1934 se vuelve la lógica, si bien prematura, respuesta a un problema que iba a surgir: ¿cómo incrementar el volumen de investigación de valores, que hasta entonces no era siquiera demandada?. En 1934, cualquier ganancia que la *Securities Exchange Act* de 1934 creara podía haber sido completamente captada por un selecto grupo de inversionistas profesionales, pero con la consiguiente expansión de la industria, el ahorro de costos que la *Securities Exchange Act* de 1934 generaba ayudó a crear el analista de valores como una profesión específica. Que este resultado fuera casual no lo hace menos deseable.

B. Desperdicio social y el problema de la investigación excesiva

La hipótesis de que un sistema obligatorio de revelación reduce los costos incurridos por los profesionales del mercado tiene otro importante corolario: la riqueza social agregada presumiblemente se incrementa porque la colectivización parcial de información de valores que la *Securities Exchange Act* de 1934 ordena crea economías con respecto a los montos totales gastados para tratar de obtener ganancias en el mercado de valores. Desde la perspectiva del bienestar social, las ganancias obtenidas a través del mercado de valores no crean riqueza adicional; la ganancia de una parte se vuelve la pérdida de la otra parte, mientras que el proceso de investigar y verificar la información de valores consume recursos reales[44]. A pesar de que la investigación de valores a veces crea riqueza social (por perfeccionar la eficiencia de los mercados de capitales y por facilitar la habilidad del empresario para conseguir capital para los proyectos de creación de riqueza), la *Securities Exchange Act* de 1934 se dirige principalmente al mercado secundario de intercambio. Aquí, uno puede observar a los participantes comprometidos en conseguir ganancias comerciales que no afectan a la riqueza agregada del accionista. Por lo tanto, sus gastos para tratar de obtener dichas ganancias representan desperdicio social, tal como señaló el profesor Hirschleifer hace tiempo en un artículo clásico[45]. A la luz de esto, la mayor relevancia de un sistema obligatorio de revelación de información está en su capacidad de reducir estos costos. Las empresas rivales no tienen necesidad de incurrir en gastos para producir bancos de información duplicada cuando un banco de información central de valores es creado en la SEC. Entonces, la *Securities Exchange Act* de 1934 en lugar de producir demasiada información (como sugieren los profesores Easterbrook y Fischel)[46], probablemente reduce el desperdicio generado por la duplicación al establecer un almacén central de información.

Esta afirmación respecto de que el desperdicio producido por la duplicación es eliminado

[42] Ver el texto que acompaña a las notas al pie 29-31.

[43] El volumen de transacciones institucionales en la Bolsa de Valores de Nueva York se incrementó durante los sesenta desde un bajo 17% hasta un alto 52% en 1969. Ver SELIGMAN, J., nota al pie 9, pp. 351-352.

[44] Ver FAMA y LAFFER. «Information and Capital Markets». J. Bus. No. 44, 1971. p. 289. HIRSHLEIFER. «The Private and Social Value of Information and the Reward to Incentive Activity». Am. Econ. Rev. No. 61, 1971. p. 561.

[45] Ver HIRSHLEIFER, nota al pie 44. En efecto, la sociedad podría decidir racionalmente pagarle a los analistas para que no dupliquen esfuerzos en la investigación cuando los recursos así utilizados sólo afectarían la distribución de las ganancias comerciales sin incrementar la eficiencia del mercado.

[46] Ver EASTEBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 693-695.

por un sistema obligatorio de revelación puede sonar inconsistente con la anterior aseveración de que la inadecuada investigación con respecto a valores ocurre por la semejanza los bienes públicos y la información relacionada con valores. Sin embargo, no hay contradicción alguna. Los profesionales financieros pueden gastar muy poco y, a la vez, demasiado en verificar y obtener información.

El primer problema surge porque muy pocas compañías son seguidas o son investigadas inadecuadamente; el segundo, porque las investigaciones de un analista son duplicadas por otro. Así, la existencia de un almacén central de información en la forma de la SEC es por lo menos una respuesta parcial a ambos problemas.

C. La Asignación Eficiente: El Interés Público en la Adecuada Investigación de Valores

¿Cuál de los últimos dos problemas discutidos –demasiada investigación o muy poca- es más serio? Esta pregunta es importante porque el diseño de un sistema óptimo de revelación de información depende en gran medida de cómo uno la responda.

Dos perspectivas muy diferentes son posibles en el mercado de valores. Si lo vemos simplemente como un «juego justo» en el cual los precios de valores son «imparciales» (es decir, que los precios pueden moverse igualmente a favor del comprador como del vendedor), hay poco sustento para una intervención regulatoria (excepto posiblemente para prevenir el *insider trading*). Además, ya que a la luz de esto el mercado de valores es esencialmente un «juego de suma cero» –es decir, que la ganancia de un lado en cada transacción es la pérdida del otro lado– la sociedad no tiene razones para alentar a las partes a invertir sus recursos en este intento improductivo para obtener riqueza a expensas del otro. Viéndolo así, el sistema de revelación obligatoria sería justificable principalmente como un medio de minimizar los recursos desperdiciados dedicados a intentar obtener estos beneficios en el mercado de valores.

Contrariamente, si vemos al mercado de valores como el principal mecanismo de asignación para el capital de inversión, el comportamiento de los precios de los valores es importante no tanto por las consecuencias distributivas en los inversionistas sino más por su efecto en cuanto a eficiencia asignativa. A la luz de esto, es importante no solamente que el juego sea justo, sino que sea preciso—es decir que se asigne el precio correcto al capital. Dependiendo del precio de la acción de una sociedad, su costo para obtener capital será muy alto o muy bajo comparado con el costo que prevalecería en un mercado perfectamente eficiente. En cualquier caso, el mecanismo de la sociedad para asignar el escaso capital de inversión entre usuarios competidores se distorsiona, aunque el juego se mantiene igualmente justo para compradores y vendedores.

Bajo esta perspectiva, la pregunta empíricamente crítica cambia de si es que las leyes federales de valores mejoraron la media de retorno a los inversionistas, a si es que redujeron la varianza asociada con estos retornos. Esto es, si las leyes federales de valores redujeron la dispersión asociada con los retornos de nuevas emisiones, puede inferirse razonablemente que hicieron al mercado de nuevas emisiones más asignativamente eficiente. El profesor Stigler aparentemente reconoce este punto: «la dispersión de precios» escribe «es una manifestación y, en efecto, es una medida de ignorancia en el mercado»[47]. Cuanto mayor sea la varianza asociada con los retornos de valores, más grande será la incertidumbre y la heterogeneidad de las expectativas del inversionista, y menor la probabilidad de que nuestro método de asignación de capital esté trabajando eficientemente. Sin embargo, la bolsa de valores puede todavía parecer eficiente en la medida en que los precios se muevan al azar y las revelaciones públicas obligatorias parezcan no causar ajustes en los precios.

Una vez que el análisis se enfoca en el grado de dispersión asociado a los precios de los valores ante la presencia o ausencia de un sistema obligatorio de revelación, el tema empírico se reduce. Cualquier estudioso que haya investigado el impacto de las leyes federales de valores –incluyendo Stigler, Bentson, Jarrell, y Friend- parece estar de acuerdo con que la dispersión de precios declinó después de la aprobación de la *Securities Act* de

[47] Ver STIGLER. «The Economics of Information». J. Pol. Econ. No. 69, 1961. pp. 213-214.

1933[48]. La conclusión más lógica a obtener de esta evidencia es que la eficiencia asignativa fue realizada y que, como consecuencia, los inversionistas se beneficiaron[49]. El punto clave, entonces, es que el beneficio social de las leyes federales que regulan el mercado de valores puede exceder su beneficio para los inversionistas. Los beneficiarios del aumento de la eficiencia asignativa incluyen virtualmente a todos los miembros de la sociedad, no solamente a los inversionistas. A la luz de esto, sería miope considerar a la *Securities Exchange Act* de 1934 simplemente como un subsidio para inversionistas o denigrar sus beneficios como meras ganancias resultantes de las operaciones en el mercado de valores.

Este enfoque sobre la eficiencia asignativa debería también enmarcar los esfuerzos futuros de investigación. En vez de debatir interminablemente sobre el efecto que las leyes federales que regulan el mercado de valores tuvieron hace medio siglo, es momento de volcarnos hacia temas de mayor relevancia actual. Por ejemplo, ¿la reciente tendencia a la desregulación en conexión con la administración de la *Securities Exchange Act* de 1934 está asociada con algún aumento en la dispersión de precios o volatilidad del mercado? Preguntarse esto no es responderlo. Sin embargo, pueden definirse hipótesis a ser probadas: por ejemplo, uno podría preguntarse si la dispersión de precios ha aumentado después de la adopción del sistema integrado de revelación de información en 1982[50] y del uso extendido de declaraciones con respecto a programas de emisión[VII 51]. En caso contrario, la reducción de costos para emisores corporativos asociados con estas reformas regulatorias parecería justificada[52]. Claramente, sin embargo, esta pregunta no puede ser

[48] El estudio inicial del profesor Stigler encontró que la varianza asociada a los retornos de las nuevas emisiones de valores declinó luego de la aprobación de la *Securities Act* de 1933. Ver STIGLER, «Comentario». J. Bus. No. 37, 1964. pp. 414,418-419. STIGLER, ver nota al pie 1, p. 122. *Cfr.* SELIGMAN, ver nota al pie 5, pp. 10-11. (Criticando la conclusión de Stigler cuando afirma que una reducción en la varianza en los precios de los nuevos valores no era relevante). Friend y Herman tuvieron resultados semejantes. Ver FRIEND y HERMAN. «The SEC Through a Glass Darkly». Ver nota al pie 5.En respuesta el profesor Benston no ha contestado que hubo una reducción en las desviaciones normales asociadas con los valores luego de 1933, pero ha discutido la relevancia de esta reducción. Ver BENSTON. «Required Disclosure and The Stock Market: Rejoinder». Am. Econ. Rev. No. 65, 1974. p. 473. Para ver la última ronda de este debate consultar FRIEND, nota al pie 5, pp. 8-12. Finalmente, en un estudio reciente el profesor Jarrell también ha encontrado una declinación en la varianza de los retornos asociados con las nuevas emisiones de valores después de 1933. Ver JARRELL, nota al pie 7. Al igual que Benston, Jarrell duda que esta reducción en la varianza sea un logro significativo y en cambio sugiere que representa un excesivo paternalismo por parte de la SEC. Según su posición, ya que esta reducción en la varianza no estaba relacionada con un incremento en la media del retorno, no benefició a los inversionistas; para ellos esto implica que la SEC desincentivó las atractivas ofertas de alto riesgo junto con las fraudulentas. Incluso si ello fuera cierto, es curioso interpretarlo como un logro dudoso. Si asumimos que los inversionistas tienen aversión al riesgo, cualquier reducción en la varianza (o relacionada al riesgo de un retorno) que no reduzca la media del retorno es deseable. Este punto ha sido bien anotado por Friend, ver nota al pie 5, pp. 15-16.

[49] Como se señaló en la nota anterior, los inversionistas se benefician de cualquier reducción en la varianza que no reduzca la media del retorno. Por ejemplo, si un bono de Chrysler con un interés de 13% repentinamente viera su riesgo eliminado (es decir, la posible varianza en los retornos fuera eliminada), su valor se incrementaría significativamente.

[50] Ver SEC Securities Act Release No. 6383. Fed. Reg. No. 47, 1982. p.p. 11 y 380. Reimpreso en Accounting Series Releases Transfer Binding 1937-1982. Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P72,328. 3 de marzo de 1982. En un sistema integrado de revelación de información algunos emisores pueden usar un prospecto formado casi exclusivamente por referencias a informes presentados antes de la *Securities Exchange Act* de 1934. Comparar BANOFF. «Regulatory Subsidies, Efficient Market, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415». Va. L. Rev. No. 70, 1984. p. 135. con FOX. «Shelf Registration, Integrated Disclosure, And Underwriter Due Diligence: An Economic Análisis». Va. L. Rev. No. 70, 1984. (próximo).

[VII] Nota del traductor: el autor usa el término «*shelf registration statements*».

[51] Ver SEC Rule 415, SEC Securities Act Release No. 6499, Fed. Reg. No. 48, 1983. p. 52 y 889. Reimpreso en Fed. Sec. L. Rep. No. 1, 17 de noviembre de 1983. (CCH) P3383. Ver FERRARA y SWEENEY. «Shelf Registration Under SEC Temporary Rule 415». Corp. L. Rev. No. 5, 1982. p. 308. La Regla 415 fue adoptada temporalemnte en el Securities Act Release 6383, pero ahora se ha hecho permanente. Para un análisis de la Regla 415 ver Banoff, nota al pie 50.

[52] Continua un debate sustancial sobre si un sistema integrado de revelación de información y las declaraciones con respecto a programas de emisión erosionarán los esfuerzos de *due diligence* de los *underwriters* y sus asesores. Debido a que la Regla 176, 17 C.F.R. ss 230.176 (1983), reimpresa en Fed. Sec. L. Rep. P4600 (31 de marzo de 1882), reduce la responsabilidad potencial de los *underwriters* por la información incluida referencialmente en le prospecto, se puede argumentar que los *underwriters* y sus asesores tienen hoy menos incentivos para verificar la exactitud de la información bajo un sistema integrado de revelación de información. La ex comisionada Barbara Thomas se opuso a la adopción de la regla 415 por estas razones. Ver SEC Securities Act Release No. 6423, Fed. Reg. No. 47, 1982. pp. 39, 799 y 803. Reimpreso en Transfer Binder, 1982. Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P83,250,85,279 (2 de septiembre de 1982). Viendo el lado positivo del balance, es claro que la Regla 415 redujo las comisiones de *underwriting* al incentivar una mayor competencia. Ver EHRBAR. «Upheaval in Investment Banking». En: Fortune, 23 de agosto de 1982. p. 90. Ahí se sugiere que cualquier reducción significativa de los esfuerzos de «*due diligence*» socialmente deseables se observaría en la más alta volatilidad de los valores (neta de todo el movimiento del mercado) y en el incremento de la dispersión del precio. Hasta que se intente probar esta tesis el debate será indeterminable.

contestada con seguridad mirando solamente la reacción inmediata del mercado frente a estos desarrollos o prestando solamente atención al cambio, de haberlo, en la media de los retornos a los inversionistas. Una vez que reconocemos que hay un interés social relacionado con un mercado de capitales eficientemente asignado, el considerar sólo los costos de los emisores y beneficios de los inversionistas resulta una forma muy estrecha de calcular el costo social.

II LA TEORÍA DE REVELACIÓN VOLUNTARIA

Subyacente a gran parte de la tesis propuesta por los profesores Easterbrook y Fischel está la visión de que los administradores corporativos tienen fuertes incentivos para revelar voluntariamente toda información relevante a los inversionistas; por lo tanto, un sistema obligatorio de revelación es extremadamente superfluo[53]. Esta tesis se deriva del trabajo de los teóricos económicos de la empresa - más notablemente del trabajo de Jensen y Meckling sobre costos de agencia[54] [VIII] y Stephen Ross sobre la teoría de señalización[IX] [55].

Estos teóricos no niegan que la separación de propiedad y control en la sociedad abierta moderna implica un conflicto entre los intereses de la administración y los accionistas. Ellos argumentan, sin embargo, que el peso de este conflicto recae en la administración. Para vender los valores de la sociedad inicialmente o para mantener el precio de las acciones de la sociedad en lo sucesivo, el gerente debe convencer al mercado que todos los hechos relevantes están siendo (y continuarán siendo) informados; de no ser así, él será el principal perdedor. Como resultado, según estos teóricos, administradores y accionistas tienen incentivos mutuos para estructurar la sociedad de tal manera que el mercado tenga confianza en que toda la información relevante está siendo revelada.

Las típicas técnicas para lograr este objetivo están resumidas en el artículo de Easterbrook y Fischel: las sociedades usarán auditores para dar credibilidad a sus declaraciones[56], las sociedades alentaran a los administradores, a través de opciones sobre acciones, a mantener una porción sustancial de su portafolio en acciones de la sociedad[57] y los *underwriters* que vendan las acciones de la sociedad también retendrán una porción sustancial de acciones en su propia cuenta[58]. El interés con respecto a su reputación, también previene comportamientos por parte de los administradores que pudieran resultar perjudicial para los accionistas[59]. Claramente, hasta cierto punto estas fuerzas deberían inhibir el comportamiento oportunista de la administración, reprimir su consumo de beneficios adicionales al salario, y reducir cualquier tendencia de la administración a eludir su responsabilidad. Sin embargo, el asegurar que son suficientes para declarar irrelevante la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información es una afirmación mucho más fuerte, con respecto a la cual la evidencia es mucho más débil. Los costos de agencia deberían mantenerse[60], y un conflicto básico de intereses permanece mientras los administradores puedan adquirir la sociedad de sus accionistas.

A. Una crítica de la teoría

La falacia de concluir que un sistema obligatorio de revelación de información es irrelevante no recae en la premisa de que si la compensación del administrador se hace en función del rendimiento de la sociedad, el administrador es alentado a actuar sólo en beneficio de la sociedad, sino en la existencia de dificultades para implementar sistemáticamente este método compensatorio eliminando las ocasiones para un comportamiento oportunista. Típicamente, algunos economistas simplemente asumen la inexistencia de estos problemas.

---

[53] Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 683-685.

[54] Ver JENSEN y MECKLING. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». J. Fin. Econ. No. 3, 1976. p. 305.

[VIII] Nota del traductor: el autor usa el término «*agency costs*».

[IX] Nota del traductor: el autor usa el término «*signaling theory*».

[55] Ver ROSS. «Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory». En: Issues in Financial Regulation. (F. Edwards ed. 1979). p. 177.

[56] Ver EASTERBROOK y FISCHEL, nota al pie 13, pp. 675.

[57] Ibid., p. 676.

[58] Ibid., p. 675.

[59] Ibidem.

[60] Ver WILLIAMSON. «Organizational Form, Residual Claimants and Corporate Control». J.L. & Econ. No. 26, 1983. p. 315. Argumentando que los cambios en la forma de organización y la prevalencia de las tomas de control han mitigado pero no eliminado los costos de agencia y el oportunismo de la administración.

Por ejemplo, Stephen Ross, cuya teoría de señalización de incentivos[X] contiene el discurso más completo con relación a las condiciones necesarias para un sistema totalmente voluntario de revelación de información, afirma que las compensaciones de los administradores serían limitadas «por el nivel de sueldo que podrían recibir en trabajos competitivos»[61]. En otras palabras «ninguna empresa contrataría a un administrador por $1 millón al año cuando el sueldo normal es de $100,000»[62]. Como él lo reconoce, sin embargo, cualquier programa que restrinja las compensaciones administrativas a los niveles de mercado, debe enfrentar el problema del *insider trading*. Tal posibilidad ofrece al administrador una tentadora manera de beneficiarse, lo haga o no su empresa. El argumento de Ross en esta coyuntura crítica es sintomático del desinterés del economista por los problemas de implementación. Él escribe:

«Los accionistas no permitirán que un administrador de $100,000 al año tenga la libertad de negociar en la sociedad por su propia cuenta y hacer ganancias de millones de dólares... Esto no quiere decir que los administradores no vayan a tener un incentivo para usar información interna en su propio beneficio, sino que los accionistas están al tanto de tales incentivos y que celebrarán contratos que penalicen tales actividades.[63]» Aunque pueda ser cierto que los accionistas quisieran prevenir el uso indebido de información privilegiada por su administración, ello no quiere decir que lo puedan hacer en la práctica. El profesor Ross, en efecto, ha «presupuesto el abridor de latas[64]» en lugar de atacar los problemas que emanan de reconocer que el *insider trading* es virtualmente indetectable[65]. Además, en la medida que el *insider trading* pueda ser detectado, la sanción pública es más viable que cualquier sistema de restricciones contractuales.[66] Realmente, ningún sistema contractual de éstos ha sido probado[67]. Como resultado, el fondo del asunto es que el *insider trading* persistirá y, por lo tanto, los prerrequisitos de la teoría de revelación voluntaria del profesor Ross no se ven satisfechos.

A pesar de que esta falta de congruencia entre los intereses de los administradores y accionistas pueda evidenciar la necesidad de una regulación contra el fraude, es discutible si demuestra la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información. Debido a que los administradores pueden efectuar operaciones en el mercado casi instantáneamente una vez que se percatan de la importancia de información sustancial no revelada, un sistema de divulgación periódica trimestral –tal como impone esencialmente la *Securities Exchange Act* de 1934-[68] hace poco por inhibir tales operaciones. Una vez que la administración ha llevado a cabo una operación, tiene en efecto un incentivo particularmente fuerte para entregar información positiva o adversa y apresurar la respuesta deseada del

---

[X] Nota del traductor: el autor usa el término «*incentive signalling theory*».

[61] ROSS, nota al pie 55, p. 184.

[62] Ibidem.

[63] Ibidem.

[64] Esto se refiere al chiste común sobre dos científicos y un economista varados en una isla desierta con una lata de frijoles que no pueden abrir como único alimento. El físico desarrolla una teoría para romper la lata, el químico hace algo similar para lograr que hierva hasta reventar, pero el economista sugiere el plan más sencillo: «asumir que cuentan con un abridor de latas».

[65] Respecto a la dificultad para detectar el *insider trading* ver DOOLEY. «Enforcement of Insider Trading Restrictions». Va. L. Rev- No. 66, 1980. p. 1.

[66] Las economías de escalas favorecen la sanción pública porque la Bolsa de Valores de Nueva York y la SEC pueden notar rápidamente cualquier transacción inusual y ya cuentan con una inversión fija dedicada a la vigilancia del mercado. El clásico motor del descubrimiento –el gran jurado- puede ser (y es) usado por los fiscales federales para rastrear pistas y desarrollar información, lo cual un privado no podría hacer fácilmente. Existen también otros problemas con la persecución privada. Ver COFFEE. «Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working». Md. L. Rev. No. 42, 1983. p. 215.

[67] Esto lo hicieron notar los profesores Carlton y Fischel, quienes alegan que el *insider trading* debe ser legalizado. Ver CARLTON y FISCHEL. «The Regulation of Insider Trading». Stan. L. Rev. No. 35, 1983. p. 857. El punto de esta respuesta es simplemente que la viabilidad de restricciones contractuales, como las previstas por el profesor Ross, no ha sido demostrada nunca.

[68] La Sección 13 (a) la *Securities Exchange Act* de 1934 exige que una compañía reportadora presente informes anuales o trimestrales de acuerdo a lo que la SEC determine reglamentariamente. Las reglas de la SEC exigen que se presente un informe trimestral según el formulario 10-Q dentro de los cuarenta y cinco días siguientes al término de los tres primeros trimestres fiscales del emisor. Ver 17 C:F:R:] 240.13ª-13 (1983), reimpreso en 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P23,608 (4 de Mayo, 1983); Form 10-Q, 17 C:F:R:] 240.308a (1983). Así mismo, bajo 17 C.F.R.] 240.13a-11 (1983), reimpreso en 2 Fed. Sec. L. Rep (CCH) P 23,512 (4 de Mayo, 1983), debe presentarse un «informe actualizado» del formulario 8-K durante los quince días siguientes a la ocurrencia de eventos extraordinarios específicos que no fueron previamente reportados. Ver Form 8-K, Gen. Instr. B.

mercado[69]. Cualquier demora en la entrega de la información entonces se vuelve trivial[70].

Aún si la forma tradicional de *insider trading* otorga poca justificación a un sistema obligatorio de revelación de información, un nuevo fenómeno, que presenta el mismo dilema, sugiere la utilidad de la revelación obligatoria. En los últimos años, ha habido un extraordinario aumento en la frecuencia de tomas de control con endeudamiento o «*leveraged buyouts*». El *Leveraged Buyout* (LBO) es una técnica para la compra de la sociedad por su administración (con posiblemente algunos inversionistas de capital) gravando los activos de la sociedad para garantizar el financiamiento del precio de compra. Según ciertos cálculos, las LBOs se incrementaron del veinte por ciento de todas las adquisiciones en 1982 al cincuenta por ciento en 1983[71]. A pesar que hay justificaciones económicas para tales transacciones[72], la reciente popularidad de las LBOs parece estar mejor explicada como una respuesta defensiva al aumento de la amenaza de tomas de control hostiles. Como resultado, sin embargo, la posibilidad de la toma de control por parte de la administración intensifica el conflicto de intereses ya existente entre la administración y los accionistas. En efecto, permite a la administración dedicarse al *insider trading* no en una escala reducida en el mercado de acciones sino en una escala mucho más grande, a nivel de transacciones de control corporativo. Actualmente las LBOs tienden a ocurrir con altas primas, y, por lo tanto, algunos las verán como un fenómeno benigno y deseable. Sin embargo, esta tendencia a la toma de control a una prima alta puede ser más la consecuencia del sistema de revelación obligatoria existente que prueba de su irrelevancia.

En ausencia de un sistema obligatorio de revelación de información, la popularidad de las LBO seguramente aumentaría. Este aumento debería exacerbar dos incentivos perversos distintos. Primero, la posibilidad de que una toma de control a una prima baja pueda llevar a la administración a retener o subvalorar información positiva para comprar la sociedad en una LBO. Segundo, esta posibilidad puede inducir a la administración a revelar falsa información sobre desarrollos adversos. Este segundo punto tiene especial relevancia porque la teoría de revelación voluntaria tal como es descrita por Ross y Jensen, así como por Meckling, plantea que la administración debe reportar toda información adversa con precisión porque cualquier suspensión en el flujo de información suministrada llevará al mercado a asumir que ha ocurrido un desastre financiero. En efecto, estos teóricos concluyen que el mercado va a sobre-reaccionar a menos que las malas noticias sean suministradas con todo candor. Los profesores Easterbrook y Fischel resumen apropiadamente este argumento cuando declaran:

«Este proceso funciona tanto para las malas noticias como para las buenas. Cuando la sociedad comienza a revelar información no puede parar de hacer toda revelación importante, porque los inversionistas siempre van a asumir lo peor. Debe revelar lo malo con lo bueno, si no los inversionistas van a asumir que lo malo es aun peor de lo que es»[73].

Aunque esta ley de hierro les parecerá noticia a los inversionistas de Penn Central o Equity Funding, el punto más básico es que cualquier tal respuesta de mercado está sujeta a obvia manipulación. En términos simples, si la falta de revelación realmente significara desastre, la administración podría manipular este modelo para sus propios intereses. La administración podría suspender deliberadamente la revelación para causar una baja económicamente injustificada en el precio de las acciones y entonces comprar las acciones a un precio artificialmente depreciado (o incluso vender a futuro poco antes de la suspensión de la revelación). Aún mejor, podría usar el silencio

[69] Ver notas al pie 25 y 28, y el texto que las acompaña.

[70] Pero considere los hechos en SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denegado , 394 U.S. 976 (1969) & cert. denegado, 404 U.S. 1004 (1971). En este caso, los funcionarios del emisor se enteraron de la existencia de depósitos de mineral extraordinariamente valiosos en noviembre de 1963 y empezaron a cerrar transacciones en grandes cantidades. La empresa, sin embargo, no reveló adecuadamente su descubrimiento hasta abril de 1964. Ver también la nota al pie 25.

[71] Ver HILL. «Buyout Boom: Leveraged Purchases of Firms Keep Gaining Despite Risks». En: Wall St. J., 29 de diciembre, 1983. p. 1, col. 6 (citando a Robert Mancuso, Director Gerente de Merrill Lynch Capital Markets). Ver también, MEYER & McGOUGH, «Where Smart Money Wants to Go». En: Forbes, 19 de diciembre, 1983. p. 38.

[72] Sobre todo, los LBOs reducen costos de agencia, lo cual podría incrementar el valor de la empresa para sus accionistas. También pueden ser posibles acuerdos compensatorios más flexibles para los administradores, y se podrían aprobar más rápido algunas transacciones económicamente convenientes que impliquen negociación interna.

[73] EASTERBROOK y FISCHEL, ver nota al pie 13, p. 683.

para asustar al mercado y después proceder a una LBO.

Con el tiempo, los inversionistas aprenderían a anticipar estas tácticas, y no relacionarían la falta de revelación con el desastre. Como resultado, sin embargo, habría gran incertidumbre sobre el significado de un paro en el flujo de información y la premisa original según la cual la falta de revelación podría llevar al mercado a sobre-corregir ya no sería verdadera. Entonces, volvería a surgir un incentivo para que la administración no revele información adversa.

En resumen, no se puede tener las dos cosas: si la falta de revelación implica desastre, esta ecuación puede ser explotada por la administración para facilitar su adquisición ya sea de las acciones de la sociedad, o de sus activos; si la falta de revelación no implica desastre, entonces la administración no necesita revelar información adversa normalmente. ¿Cómo es que esta inconsistencia en la teoría de revelación voluntaria se relaciona con la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información (en contraposición a simplemente suministrar una justificación para una regla anti-fraude)? La respuesta tiene dos lados.

Primero, bajo un sistema obligatorio de revelación de información, un LBO a un precio inadecuado tenderá a atraer una contraoferta más alta de una tercera persona. Tal contraoferta es el remedio ideal, es auto-impuesta y sin costo para el inversionista. Una regla anti-fraude, por sí sola, no podrá sin embargo lograr este resultado. Aunque una regulación de fraude pueda darle al inversionista causa para accionar, no asegura la suficiente diseminación de información para activar al mercado interesado en el control de la sociedad. Los ofertantes necesitan información antes de invertir millones (o billones) en una adquisición. Un sistema obligatorio de revelación de información responde a esta necesidad y, por lo tanto, facilita la competencia por el control. Generalmente, aunque una regulación anti-fraude compensa a las víctimas, no impide de forma suficiente la mala conducta subyacente porque quien ha hecho mal no sufre pérdidas significativas, sino solamente reembolsa las ganancias indebidamente obtenidas. Sin embargo, la posibilidad de una contraoferta más alta tiene más probabilidad de disuadir ya que después de una toma de control, la administración involucrada seguramente sería cambiada.

Segundo, dados los incentivos para no revelar información adversa (ya sea para inducir a la baja del mercado y así facilitar una toma de control o para posponer la respuesta del mercado a favor del propio interés de la administración), un sistema obligatorio de revelación es un complemento conveniente para una regulación anti-fraude. La ley de fraude tiene grandes dificultades conceptuales con la falta de revelación de información. Tampoco puede imponer fácilmente los costos de la mala actuación en la administración responsable. En lugar de eso, si la administración no transa en el mercado de valores sino simplemente retiene información adversa para proteger su propia posición, se expone muy poco, en la práctica, a la posibilidad de un litigio. El emisor corporativo puede ser declarado responsable (aunque esto está lejos de ser seguro), pero la responsabilidad corporativa en este contexto puede significar que se transfiere un pago de una clase de accionistas a la otra.

En el análisis final, la aseveración de que las fuerzas del mercado, por sí solas, inducirán la revelación adecuada, descansa sobre la defectuosa premisa de que la administración debería verse a sí misma como un «jugador por repetición» que puede maximizar sus propios intereses a largo plazo sólo manteniendo la confianza del mercado. Frecuentemente, esta premisa es correcta. En un ambiente cada vez más caracterizado por tomas de control hostiles y LBOs, sin embargo, ya no es seguro asumir que la administración espera o trata de quedarse como «jugador por repetición». Si la administración cree que una baja en las acciones impulsará una toma de control hostil que lo sacará de su puesto, no tiene el lujo de dar una mirada a largo plazo y puede tal vez buscar demorar la llegada de las malas noticias al mercado. Temiendo una toma de control, también puede decidir llevar a cabo una LBO (aunque tal transacción la fuerce a mantener un portafolio no diversificado) y entonces suprimiría o rebajaría información positiva. Solamente en un mundo estático (hoy inexistente) donde la administración está confiada que puede quedar en control de su sociedad, podríamos esperar que adoptara una perspectiva a largo plazo del «jugador por repetición».

B. La evidencia comparativa

La plausibilidad de una teoría no es su prueba final. Como resultado, las fallas aparentes en la teoría de la revelación inducida por el

mercado no eliminan del todo la más complicada pregunta de si cualquier evidencia empírica está disponible para medir comparativamente la eficacia de los sistemas voluntarios y obligatorios de revelación de información. El único estudio, por parte de Benston, que compara los precios de las acciones antes de la *Securities Exchange Act* de 1934 y después de ella ha generado sustancial crítica[74]. Aun si este estudio se volviera a hacer, otros problemas confundirían cualquier intento de evaluar el presente impacto de la *Securities Exchange Act* de 1934 basados principalmente en una comparación del retorno de acciones antes y después de su aprobación[75]. Los inversionistas institucionales, los analistas de valores, y la ley moderna que regula el fraude no surgieron hasta décadas después de 1934. Existe razón suficiente para creer, como se ha señalado más arriba[76], que la *Securities Exchange Act* de 1934 tuvo su principal significado sólo en combinación con estos otros desarrollos. Por lo tanto, ninguna simple comparación del mercado antes y después de 1934 resulta suficiente para medir el impacto de esta norma. La aparición de los inversionistas individuales a gran escala en los mercados de valores después de la Segunda Guerra Mundial complica aun más la figura. Su aparición puede haber aumentado los «costos de agencia» y por ende reducido los retornos de los valores[77]. Consecuentemente, existen impactos que producen un efecto contrario, los que comprometen los estudios temporales.

Existen otras técnicas de las ciencias sociales, sin embargo, para por lo menos inferir una comprensión del impacto de la revelación obligatoria. Cuando los científicos sociales no pueden hacer experimentos controlados, frecuentemente buscan «experimentos naturales» que puedan ser interpretados[78]. Como ejemplo, en el estudio clásico sobre el impacto de la pena capital de Thorsten Sellin, en el cual compara las tasas de crímenes en estados contiguos que tuvieren o no la pena capital[79]. Igualmente, nosotros podemos mirar hoy día las diferencias entre los niveles de revelación en los mercados de valores públicos sujetos a la regulación de la SEC y el nivel que prevalece dentro del único gran mercado de valores que está exento de registro – el mercado de bonos municipales.

Una evaluación completa de las prácticas y niveles de revelación de información en el mercado de bonos municipales está más allá de los alcances de este artículo. Pero, si las experiencias recientes con los ofrecimientos de bonos de la Ciudad de Nueva York en los años setentas[80] y la falla del Sistema de Electricidad Pública de Washington en los ochenta son indicativos, la información crítica no está siendo revelada a los inversionistas. La mayoría de observadores estarán de acuerdo con esta aseveración[81], pero el teórico neoclásico responderá que es tan sólo necesario que poca información llegue a los inversionistas pues éstos están protegidos por las agencias clasificadoras de bonos -Moody's o Standard

[74] Ver nota la pie 36.

[75] Todos los estudios estadísticos deben enfrentar el problema de multicolinearidad. Cuando tratamos de medir la relación entre dos variables, siempre existe la posibilidad que las aparentes relaciones entre la variante dependiente y la independiente realmente sean el resultado de una variable diferente que no está siendo examinada. Entre las otras variables que pueden confundir cualquier comparación entre los retornos de los valores antes y después de la *Securities Exchange Act* de 1934 tenemos las siguientes: (1) la posibilidad de cambios en las actitudes de los inversionistas, (2) diferentes políticas de ejecución de las normas a nivel estatal, (3) la mayor renuencia de los emisores respecto a ofrecer valores ante las nuevas reglas federales anti-fraude, (4) la tendencia gradual entre inversionistas institucionales de invertir en valores representativos de capital, y (5) un incremento en la disposición de los inversionistas individuales para comprar valores confiando en la protección federal.

[76] Ibid., pp. 723-733.

[77] Si la propiedad de las acciones se difundiera más después de 1934, esto aumentaría la posibilidad de un comportamiento oportunista de la administración y por lo tanto la reducción de los precios de las acciones. Esta conclusión deriva directamente de la tesis de Jensen y Meckling si uno asume que algún cambio exógeno (como la aprobación de la *Securities Exchange Act* de 1934 resulta en un accionariado más difundido con cantidades de acciones menores, ya que tales accionistas podrían incurrir en menores gastos de supervisión. Ver JENSEN y MECKLING, nota al pie 54.

[78] Para ver una discusión sobre experimentos naturales: ZIMRING, F. Y G. HAWKINS. «Deterrence: The Legal Theat in Crime Control». 1973. pp. 63-270.

[79] SELLIN, T. «The Death Penalty». 1959. Citado por F. Zimring y G Hawkins, ver nota al pie 78, pp. 254-263.

[80] Para una exposición detallada de las fallas del mercado de bonos municipales revelado por la crisis fiscal de la Ciudad de Nueva York, ver SEC Final Report in the Matter of Transactions in the Securities of the City of New York (1979).

[81] Algunos estarán en desacuerdo. El profesor Kripke ha argumentado que la baja tasa de incumplimientos en los bonos municipales causó un falso sentimiento de seguridad en los inversionistas. Ver KRIPKE, nota al pie 6, p. 129. Sin embargo, ésta parece ser una posición económicamente insostenible. La tasa de morosidad en los bonos de grandes corporaciones industriales también era baja, pero aparentemente los inversionistas aún se enfocaron en el riesgo relativo y reclamaron un retorno mayor de valores de alto riesgo. Una clasificación menor de los bonos hubiera significado un valor más bajo para los demás bonos. Si hubiesen estado informados adecuadamente quienes invirtieron en los bonos de la ciudad de Nueva York hubiesen exigido la producción de un interés mayor. Sin embargo, esta oportunidad les fue negada por la inadecuada revelación de información bajo un sistema esencialmente voluntario (aunque en principio era aplicable la regla 10b(5), una regla antifraude).

& Poor's; estas agencias procesan la información relevante, que en el caso de valores representativos de deuda consiste solamente en su nivel de riesgo, y le asignan una clasificación a cada valor.

Si uno solamente examina el mercado de valores a distancia, y desde la perspectiva de la teoría económica neoclásica, esta contestación puede ser persuasiva. Sin embargo, si uno analiza la estructura institucional más de cerca, empiezan a aparecer problemas inquietantes. Primero, en la crisis fiscal de la Cuidad de Nueva York, Moody's no redujo la clasificación de los bonos de Nueva York hasta que la crisis era universalmente reconocida[82]. Segundo, existe un conflicto de intereses al ser el emisor quien paga a las agencias clasificadoras[83]. Tercero, las agencias clasificadoras de bonos no son investigadoras en sí mismas. En cambio, dependen de la información que el emisor les proporciona[84]. Sin embargo, una investigación reciente de Arthur Young & Co., la firma auditora, sugiere que la precisión de esta información es altamente dudosa[85]. En 1983, durante un sondeo que comprendía a 557 municipalidades, descubrió que el cincuenta y cuatro por ciento de ellas emitía informes financieros tan incompletos o equívocos que sus contadores independientes estaban solamente dispuestos a dar opiniones salvando su propia responsabilidad[XI 86]. En parte ello puede ser causa del estado aún rudimentario de los principios contables aplicables a entidades gubernamentales o no lucrativas[87]. El punto fundamental es, sin embargo, que si las evaluaciones se basan en información defectuosa, no protegerán a los inversionistas que quieren evitar altos riesgos: basura entra, basura sale. Esta conclusión lleva no sólo a una crítica más amplia del artículo de los profesores Easterbrook y Fischel sino también de otros artículos contenidos en este volumen[XII]: se ha prestado muy poca atención al contexto institucional y a información basada en observaciones que no están reflejadas en datos estadísticos sólidos.

¿Dónde estamos entonces? No obstante estas críticas, la teoría de la revelación voluntaria de información sí parece tener cierta validez al ser aplicada a ofertas públicas iniciales y, en menor medida, a todas las distribuciones primarias. Esta teoría es mucho menos persuasiva cuando se aplica al mercado secundario, el cual está principalmente regulado por la *Securities Exchange Act* de 1934. En este mercado, actualmente hay altos costos de agencia (como las altas primas de control, que promedian entre cincuenta y setenta por ciento en los últimos años, parecen mostrar), los cuales protegen un comportamiento oportunista por parte de la administración[88]. La administración que se opondría a una oferta de toma de control lucrativa para los accionistas es también capaz de parcializar la información revelada para suprimir información adversa; de hecho,

[82] Moody's Investors Services no rebajó la clasificación «A» de los bonos de la ciudad de Nueva York hasta octubre de 1975. Ver PEACOCK. «A Review of Municipal Securities and their Status Under the Federal Securities Act Amended by the Securities Act Amendments of 1975». Bus. Law. No. 31, 1976. pp. 2037 y 2040. n. 22. El autor concluye: «debido a la notable falta de información a disposición de los inversionistas respecto de los valores municipales, las clasificaciones sin duda han tenido un rol demasiado importante en la toma de decisiones de los inversionistas».

[83] Hoy en día todas las clasificadoras de bonos cobran una comisión, aunque históricamente ésta no era la costumbre. Moody's Investors Services obra entre $600 y $4,000 por cada emisión, dependiendo del monto de la emisión y el trabajo de procesamiento involucrado. Ibidem. Ver también PETERSEN, J. «The Rating Game: Report of Twentieth Century Fund Task Force on Municipal Bond Ratings». 1974. Aunque el hecho de cobrar una comisión no implica que las clasificadoras estén parcializadas (esta presunción afectaría también a los *underwriters* y abogados, quienes reciben montos similares de sus clientes), su posición es distinta ala de un analista de valores quien espera ser compensado por el inversionista. Por ello hay una diferencia relativa en el nivel de desinterés.

[84] Las agencias clasificadoras de bonos pueden exigir información adicional, y negarse a clasificar una emisión si dicha información no es entregada, pero no se aproximan a la labor investigatoria del *underwriter* en una oferta pública. Además no están sujetas a responsabilidad por la legislación (ni por el *common law*), ni están normalmente asistidas por su propio consejo u otros expertos.

[85] Ver «Survey Finds Flaws in Financial Data of Cities, Counties». En: Wall St. J. 6 de octubre, 1983. p. 38. col. 3.

[XI] Nota del traductor: el autor se refiere a «*qualified opinions*» es decir informes por los cuales se señala que «excepto por» determinados temas, los estados financieros representan fielmente la posición financiera y resultados operativos de la empresa.

[86] Ibidem. Los defectos de los estados financieros se debieron típicamente a registros incompletos. Entre otras de las fallas comunes está el incumplimiento con los principios contables generalmente aceptados o el reportar otros hechos temas como procesos judiciales pendientes o mayores contingencias pensionarias.

[87] Esta diferencia también puede adscribirse a la *Securities Exchange Act* de 1934, la cual autorizó al SEC a estandarizar principios contables para los estados financieros a ser presentados.

[XII] Nota del traductor: el autor se refiere al volumen 70 del Virgina Law Review que contiene, entre otros, el presente artículo.

[88] Un estudio realizado en 1980 encontró que la prima promedio en la ofertas públicas exitosas es de 49%. Ver BRADLEY. «Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control». J. Bus. No. 53, 1980. p. 345. Otros estudios han fijado una prima mayor. Ver JARRELL y BRADLEY. «The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers». J. L. & Econ. No. 23, 1980. pp. 371 y 373. La prima de control promedio se elevó hasta 70% antes de las normas estatales contra las tomas de control. En efecto, estos estudios miden el nivel del costo de agencia al cual un supervisor externo –el ofertante hostil- intervendría, y sugieren que este nivel es bastante elevado.

suprimir la revelación de información adversa puede ser la técnica de defensa más efectiva al alcance de tal administración, ya que al dilatar la inevitable baja en el precio de las acciones, se retrasa el momento en el cual la empresa se vuelve vulnerable a una toma de control hostil. Un sistema obligatorio de revelación de información es una respuesta parcial a estos problemas porque, a la vez, subsidia los costos de búsqueda de los ofertantes (reforzando así la capacidad disciplinaria del mercado de control corporativo) y activa cierto grado de oposición por parte de los accionistas a través de enfrentamientos por medio de apoderados u otros medios[89].

III. LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN A LOS ACCIONISTAS: EL ARGUMENTO A FAVOR DE UN SISTEMA DE REVELACIÓN DE INFORMACIÓN ORIENTADO HACIA EL INVERSIONISTA EN UN MERCADO EFICIENTE

Un mercado eficiente se define frecuentemente como uno en el cual los precios de los valores tienen un impacto instantáneo en toda la información disponible al público[90]. Incluso en tal mercado, se puede sostener la conveniencia de un sistema obligatorio de revelación de información que persiga principalmente proporcionar información técnica a los analistas de valores y otros profesionales del mercado sobre la base de la razonable premisa de que son éstos la fuerza motriz de la eficiencia del mercado. ¿Pero qué argumento puede esgrimirse para defender un sistema de revelación orientado al inversionista particular cuando el mercado ya ha ajustado los precios de los valores para que reflejen toda la información disponible? Si es imposible identificar valores subvaluados, ¿por qué deberían entregarse documentos a los inversionistas con este aparente propósito?

Existen dos respuestas razonables a estas preguntas. Aunque cada una involucra una modesta afirmación que no asegura que los inversionistas puedan superar al mercado, en conjunto sugieren que gran parte de la información sigue siendo relevante para las decisiones de los inversionistas particulares.

A. La revelación como medio para una diversificación eficiente

La teoría financiera moderna divide el riesgo asociado a los valores en dos componentes: «*alpha*» y «*beta*»[91]. «*Beta*» es la medida de volatilidad de las acciones con respecto a las variaciones generales del mercado y «*alpha*» es la medida de factores residuales o exteriores al mercado únicos en relación con una acción particular. En un portafolio diversificado por completo, las *alpha*, por definición, se cancelan, quedando, como único problema para el inversionista que mantiene un portafolio diversificado, medir o determinar el valor *beta* de su portafolio y ajustarlo de acuerdo a sus preferencias de riesgo. Debido a que el valor *beta* de un portafolio es producto de múltiples valores, las revelaciones que cualquier emisor pueda hacer tienen una relevancia marginal para efectos de tal investigación. Es más, de acuerdo a la teoría tradicional, el movimiento histórico de precios es un mejor indicador del valor *beta* que la data de inversión básica. Como resultado, la teoría implica que el inversionista individual tiene poca necesidad de obtener la información financiera básica exigida por las normas federales del mercado de valores.

Una respuesta inicial a esta conclusión es que muchos, y probablemente la mayoría, de los inversionistas no tienen un portafolio totalmente diversificado. Por lo tanto, están interesados en los valores *beta* de valores individuales. Este argumento, sin embargo, se enfrenta a un potencial contra-argumento: ¿porqué debe la sociedad o el emisor corporativo subsidiar la irracionalidad de los inversionistas que no diversifican sus portafolios? En efecto, no es muy difícil adquirir un portafolio completamente diversificado porque los inversionistas pueden adquirir fondos basados en índices de cualquier corredor de valores. Los profesores Easterbrook y Fischel, han hecho básicamente este mismo

[89] Aunque comúnmente se sabe que las carreras para obtener representación y así conseguir mayor participación en una junta de accionistas raras veces son exitosas, un estudio empírico reciente encontró que esta es una conclusión muy amplia. Ver DODD y WARNER. «On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests». J. Fin. Econ. No. 11, 1983. p. 401. En el 58% de los casos analizados los disidentes obtuvieron por lo menos un puesto en el directorio, y normalmente el valor de las acciones de la empresa se elevó debido a la competencia por el control. Ibid., p. 409. En la medida que una revelación más completa de información permite a un insurgente decidir si se justifica el costo de llevar a cabo dicha competencia, la eficiencia económica se ve favorecida.

[90] Ver FAMA. «Efficient Capital Markets». J. Fin. No. 25, 1970. p. 383.

[91] Para una descripción accesible del tema y para aprender sobre los valores *beta*, ver MALKIEL, nota la pie 10, pp. 208-232.

argumento en otros contextos[92]. Aun así hay una simple respuesta a esto: para la mayoría de inversionistas puede ser muy racional el no diversificar plenamente su portafolio de valores, porque su verdadera meta es tener una razonable diversificación en su portafolio de inversión.

La mayoría de inversionistas individuales mantiene o tiene una expectativa en una variedad de inversiones, distintas a los valores negociables, por ejemplo: bienes raíces, seguros, opciones sobre acciones, compensaciones diferidas o un negocio privado. La necesidad real de estos inversionistas es desarrollar su portafolio de valores alrededor de tales otras inversiones para producir un razonable y diversificado portafolio global de inversiones. Por ejemplo: es probable que un gerente de primer o segundo nivel tenga, o piense adquirir, un portafolio sustancial en su empresa. Añadir un portafolio diversificado de valores puro a su no-diversificada inversión en valores no va a eliminar el riesgo en el que incurre al tener una inversión significativa en su propia empresa.

Para lograr óptima diversificación de sus inversiones, este gerente debe contrapesar sus inversiones en valores con otras inversiones. Tal contrapeso requiere identificar el tipo de valores que, en conjunción con los valores que mantiene en su propia empresa, produzcan una relativa diversificación. La teoría moderna sobre portafolios de inversión señala que tales inversionistas deben buscar valores que respondan a variaciones cíclicas contrarias a las que corresponden a los valores que poseen. Balanceando sus valores con estos opuestos cíclicos, el inversionista reduce el riesgo de su portafolio en general[93].

La meta de la diversificación justifica revelar la información sobre el tipo de negocio a los inversionistas individuales, toda vez que en esta época de estructuras conglomeradas no resulta evidente en cuáles líneas de negocio está involucrada una corporación (o hasta qué punto). Así, aunque la búsqueda de acciones de alto *alpha* es teóricamente imposible en un mercado eficiente, mucha de la misma data sigue siendo relevante para los inversionistas que buscan minimizar la variación de la totalidad de su portafolio, mediante la adquisición de valores con variables cíclicas contrarias.

B. Evaluación del riesgo y revisión de portafolio

Una segunda justificación para requerir una revelación de información detallada para el inversionista individual está referida a la relevancia fundamental del análisis para la valorización del nivel de riesgo del portafolio. Para comenzar, saber que un valor está en su precio adecuado no le dice al inversionista si este valor tiene un riesgo que es compatible con sus preferencias individuales. Aunque esto de por sí requeriría alguna forma de individualización en el sistema de revelación, los teóricos financieros han respondido que esa diversificación debería proteger al inversionista de todos los riesgos, con excepción del riesgo sistemático o riesgo de mercado que afecta a todos los valores en general. Aunque esta afirmación es la columna vertebral de lo que se conoce como *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Valuación de los Activos de Capital), resulta hoy cada vez más claro que los teóricos financieros no están de acuerdo en cómo medir, y menos aún en como definir, el riesgo sistemático[94]. Pocos

[92] Ver EASTERBROOK y FISCHEL. «Corporate Control Transactions». Yale L. J. No. 91, 1982. pp. 698 y 713.

[93] Para una breve explicación de la aplicación de la covarianza a la teoría moderna del portafolio, ver MALKIEL, nota 10, pp. 193-194. Ver también BRUDNEY y CHIRELSTEIN. «Corporate Finance: Cases and Materials». 2° ed. 1979. pp. 1151-1154. El clásico ejemplo que Malkiel pone es el de una empresa de paraguas y un hotel. Estas dos empresas, que tienen la misma dispersión en sus retornos esperados, pero son opuestos cíclicos, pueden combinarse y así reducir la varianza en sus retornos esperados sin modificar el retorno esperado promedio. MALKIEL, nota al pie 10, pp. 193-194. Un argumento teórico en contra es que el inversionista individual puede hacerlo por sí mismo comprando acciones en ambas compañías, y en este sentido las combinaciones empresariales no deberían crear valor si su única virtud es reducir la varianza. Sin embargo, para refutar esto normalmente se dice que es deseable que la empresa individual reduzca la varianza de sus retornos esperados para minimizar los costos de insolvencia, ya que la insolvencia implicaría una pérdida de valor para todos los interesados.

[94] El recurrente descubrimiento de los retornos anormalmente elevados que obtienen las empresas pequeñas, incluso luego de ajustar riesgos, ha llevado a varios teóricos financieros a concluir que los modelos existentes no especifican adecuadamente el componente sistemático de riesgo. Ver SELIGMAN, nota al pie 10; «Symposium on Size and Stock Returns, and other Empirical Regularities», nota al pie 10. En consecuencia, se han propuesto modelos alternativos que no se basan en el análisis estándar y de la varianza del Modelo de Valuación de los Activos de Capital, principalmente la Teoría de la Valuación Arbitral del profesor Ross. En breve, el tema de *beta* (o riesgo sistemático) actualmente causa considerable vergüenza intelectual al área de la teoría financiera.

aceptan la certeza de predicciones respecto a *betas* individuales[95]. Es más, aun si pudiéramos razonablemente medir el *beta* a nivel de portafolio, los inversionistas están constantemente confrontados con la necesidad de revisar sus portafolios. En estos casos tienen que calcular el impacto de un nuevo valor individual sobre el nivel *beta* total de su portafolio. Es en este contexto de revisión de portafolio que la revelación de datos financieros básicos y niveles de precios de acciones anteriores, puede ser de particular importancia para el inversionista individual. Aunque algunos teóricos financieros han argumentado que el *beta* se mide mejor a través de los precios históricos de acciones, un punto de vista contrario es que el nivel *beta* de todo un portafolio puede ser calculado mejor revisando los «fundamentos de inversión» -lo que en esencia quiere decir, los datos básicos como el balance e información de ingresos sobre los cuales el análisis de valores tradicional ha predicado tanto[96]. Aunque este punto puede ser debatido con cierta amplitud, la demanda para obtener «información *beta* básica» existe ahora entre los inversionistas institucionales. Los teóricos financieros deben ser precavidos antes de rechazar, por irracional, la demanda del mercado por tal información. En todo caso, la intención de esta respuesta no es afirmar que este tema está resuelto, sino más bien sugerir que son esta clase de temas, más precisos, los que deben ser abordados nuevamente en una era «post revisionista».

En suma, al menos dos justificaciones pueden afirmarse con respecto a la revelación de los estados financieros básicos y la información de la línea de negocios al inversionista ordinario: (1) la necesidad de diversificar alrededor de activos de inversión ya existentes hace importante para el inversionista individual buscar valores contrapuestos para lograr una diversificación óptima; y (2) aun en el caso de un portafolio diversificado, puede ser importante calcular las tasas *beta* de los valores individuales en el proceso de revisión del portafolio.

IV. CONCLUSIÓN

En su reseña crítica de los argumentos que soportan un sistema obligatorio de revelación de información, los profesores Easterbrook y Fischel consideran y rechazan un número de justificaciones basadas en la equidad; por ejemplo, confianza del inversionista, protección de los inversionistas y desincentivar el fraude. Sólo de manera tangencial, revisan las justificaciones basadas en la eficiencia, y limitan su atención mayormente a los problemas asociados con la revelación obligatoria de información exclusiva (tal como secretos industriales o comerciales y otras clases de propiedad intelectual). Este enfoque en la equidad en lugar de la eficiencia no es sorprendente, pues los proponentes de un sistema obligatorio de revelación históricamente han incidido más en aquel aspecto que en éste último.

Sin embargo, los argumentos más fuertes para sostener un sistema obligatorio de revelación de información se basan en la eficiencia. La data empírica firmemente sugiere que la adopción de un sistema obligatorio de revelación de información redujo la dispersión de precios y, en consecuencia, realzó la eficiencia distributiva en nuestro mercado de valores. Tampoco necesitamos valernos puramente de la experiencia histórica. La lógica económica también apunta a la conclusión de que habría insuficiente investigación y verificación sobre valores en caso de no existir tal sistema. En el mercado de valores computarizado del futuro, la revisión de las declaraciones corporativas por parte de un inversionista individual será la excepción, en lugar de la regla[97], y los clientes

[95] Ver; MALKIEL, nota al pie 10, pp. 218-226, para una breve descripción. Generalmente se acepta que el valor *beta* de un valor individual es inestable. También ha habido periodos recientes en los cuales, paradójicamente, los valores *beta* previos tenían una correlación negativa con el desempeño del mercado de valores. Ibidem. Para la conclusión que la situación actual de la investigación teórica sobre la definición y confiabilidad de las variables para la medición del riesgo no justifica impedir a quienes administran dinero adquirir investigaciones en esta área, ver POZEN, nota al pie 22, pp. 950-953. Siendo así, la revelación obligatoria de información relevante para esta interrogante resulta importante si deseamos que los profesionales del mercado de valores realicen al cálculo respecto de empresas más pequeñas.

[96] El creador de esta teoría de «*betas* fundamentales» es Barr Rosenberg, un profesor de Berkeley. Ver MALKIEL, nota al pie 10, pp. 223-224. Para calcular «el *beta* biónico de Barr» se deben estimar los ingresos básicos de la empresa en relación a su tamaño, posición en la industria y estructura financiera. Ver ROSENBERG y GUY. «Prediction of Beta from Investment Fundamentals». Fin. Analysts J., mayo-junio de 1976. p. 60.
ROSENBERG y GUY. «Prediction of Beta from Investment Fundamentals». Fin. Analysts J., julio-agosto de 1976. p. 62. Concluyendo que las variables fundamentales «eran sustancialmente mejores que el *beta* histórico para la predicción, en la medida que tenían menos errores de medición».

[97] Aunque la popularidad de las computadoras personales permitirá el acceso de cada inversionista individual a la información de la *Securities Exchange Act* de 1934, inaccesible hoy en día, esta información nunca ha estado dirigida al inversionista individual. Un *software* más sofisticado podría permitirle al inversionista individual obtener los valores *beta* actualizados (como quiera que sean calculados) de valores individuales e incluso estimar el impacto de un valor individual sobre el nivel *beta* de todo su portafolio. Aun así, lo más probable es que esta revolución tecnológica le permitirá al corredor o a otro asesor calcular estos valores para su cliente. Entonces, el impacto de esta tecnología podría hacer que reconsideremos y redefinamos la naturaleza de los deberes fiduciarios del corredor frente a su cliente.

confiarán cada vez más en asesorías profesionales, tanto para seleccionar valores individualmente como para diversificar sus portafolios de manera eficiente. En este mundo, la colectivización de información a través de la SEC encuentra su mejor justificación en su uso como estrategia para asignar un uso más eficiente a los analistas de valores y a otros profesionales del mercado, eliminando la duplicidad y haciendo posible para ellos, marginalmente, cubrir empresas más pequeñas.

Aunque pueden hacerse revelaciones significativas en ausencia de un sistema obligatorio de revelación de información, las teorías propuestas por Jensen y Meckling, o Ross, pueden entenderse mejor como tendencias generalizadas, respecto de las cuales hay significativas excepciones. Esencialmente, ignoran que los administradores en un ambiente corporativo cada vez más caracterizado por rápidos cambios de control, que no pueden efectivamente bloquear, tienen fuertes incentivos para retener la información adversa y para realizar tomas preventivas del control de sus propias empresas, las cuales se facilitan al retener información positiva. En breve, un sistema obligatorio de revelación de información debería reducir los costos de agencia promedio del gobierno corporativo. En la medida en que esta reducción se produzca, incluso los inversionistas plenamente diversificados se benefician porque, en efecto, estamos reduciendo un elemento del riesgo sistemático que la diversificación del portafolio, por sí misma, no puede eliminar. Así, ni la teoría de agencia ni la de portafolio, si se aplican adecuadamente, nos conducen a conclusiones inconsistentes con la posible conveniencia de un sistema obligatorio de revelación de información. En cambio, apuntan a la necesidad de reenfocar la revelación de información precisamente hacia aquellas áreas que la teoría de agencia identifica como sensibles (básicamente LBOs y defensas frente a la toma de control) y aquellas decisiones que la diversificación del portafolio no puede eliminar (léase, la elección del nivel de riesgo y la necesidad de diversificar alrededor de un portafolio de inversiones distintas a los valores).

Finalmente, aunque la semejanza al carácter de bien público de la investigación sobre valores no pueda justificar un subsidio ilimitado para esta investigaciones, aún no se ha llevado a cabo un análisis costo beneficio cuidadoso que reconozca la probabilidad de fallas en el mercado debido a las características especiales de la investigación sobre valores. Pueden existir otras alternativas para abordar este problema[98], pero con frecuencia es preferible un mal conocido que uno por conocer. Antes de que la tendencia actual hacia la desregulación vaya más allá, debe prestarse atención al impacto que ésta tiene en la asignación eficiente en el mercado; en particular, factores como la dispersión de precios y la volatilidad deben ser monitoreados de forma más cuidadosa. Aquí los intereses del público en general pueden trascender a los de los inversionistas.
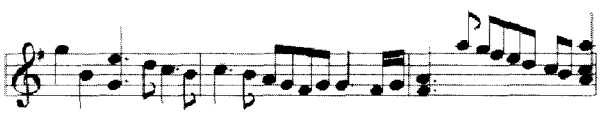
En resumen, las normas federales que regulan el mercado de valores no están necesariamente averiadas, así que tengamos cuidado al pretender componerlas.

[98] Podemos imaginar otras formas de subsidiar a los profesionales del mercado de valores para que supervisen empresas que de otra manera no seguirían. Sin embargo, a diferencia de un subsidio público directo, un sistema obligatorio de revelación de información impone el costo a las empresas y accionistas, y por lo tanto tiene un menor impacto en las clases no inversionistas. Adicionalmente, un sistema obligatorio de revelación de información genera como subproducto un mecanismo por el cual el inversionista puede adquirir información sobre el nivel de riesgo de valores individuales, mientras un sistema basado solamente en los profesionales del mercado de valores tendería a no proporcionar esta información al inversionista. En el último análisis el tema de largo plazo más importante que debe afrontar la regulación del mercado de valores es si las normas deben buscar inducir la diversificación desincentivando a los inversionistas individuales de adquirir portafolios no diversificados. Aparentemente, ésta sería la consecuencia de derogar el sistema obligatorio de revelación de información de la *Securities Exchange Act* de 1934. Pueden construirse argumentos tanto a favor como en contra de si la política pública debería inducir la diversificación de los inversionistas, pero nuestra experiencia con fondos mutuos sugiere que agregaría un segundo nivel de problemas generados por los costos de agencia a los ya existentes entre los accionistas y la administración.
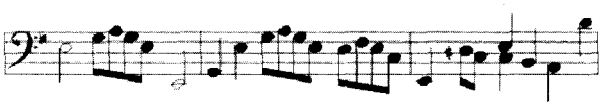
a tempo

músicos

Matrimonios
Recepciones
Almuerzos
Cocktails
Reuniones
Eventos Sociales
Aniversarios
Cumpleaños
Misas en General
Bodas de Oro y Plata
Cenas
Ceremonias
Asambleas
Celebraciones
Fiestas
Conmemoraciones
Conciertos



Rafael A. Salazar Gamarra
PRODUCTOR GENERAL



Música Clásica
Jazz
Bossanova
Mambo
Boleros
Son
Cha Cha Chá
Salsa
Merengue
Rock
Música Cubana
Música Española
Música Flamenca
Música Italiana
Música Criolla
Música Negra
Música Andina

A_tempo@terra.com
9791-2488

¡NO TODO QUEDA EN FAMILIA!

La indebida regulación del *insider trading*[*]

Mirella Miranda[**]

«Los italianos dicen que la vida es tan dura que el hombre debe tener dos padres que velen por él; por eso todos tienen un padrino.»
Tom Hagen, Consigliere de la Familia Corleone
El Padrino, Mario Puzo.

La prohibición del *insider trading* es, en la actualidad, la nota común de la mayoría de legislaciones sobre el mercado de valores. Por eso, como en tantos otros ámbitos, separarse de la opinión casi consensual no sólo genera polémica y discusión, sino que exige también una mayor dosis de rigor y de profundidad por parte del disidente.

Esto, sin embargo, no ha intimidado a Mirella Miranda, quien con una lógica impecable y con envidiable claridad, nos revela una a una las falacias que normalmente se utilizan para prohibir el uso de información privilegiada en el ámbito de las transacciones mercantiles.

La lección final es contundente: en el mundo de las corporaciones, los accionistas, los administradores y los inversionistas, no necesitamos un Estado todopoderoso que nos apadrine y defienda. Lo contrario, como se desprende del trabajo, supondría tratar a las sociedades como mafias y a los accionistas como mafiosos.

---

[*] A mis padres.

[**] Alumna de noveno ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Directora de la Comisión de Contenido de THEMIS y asociada fundadora de REALIDAD, Instituto de Estudios Libertarios. Deseo agradecer a Gerardo Solís por su invalorable ayuda y sus siempre tan acertadas sugerencias.

I. INTRODUCCIÓN

En 1969, Mario Puzo, supo convulsionar el mundo literario con un gran clásico sobre la mafia «El Padrino». Vito Corleone, personaje principal de esta obra, es el jefe del crimen organizado. Temido y respetado, todos conocen a Don Vito como «El Padrino». Dirige su imperio con la ayuda de sus cuatro hijos: el temperamental Sonny, el débil Fredo, el caballeroso Michael y su hijo adoptivo Tom Hagen. Don Vito rechaza la idea de unirse a las otras cinco familias que controlan el mundo de la droga, provocando una guerra entre dos clanes. Sonny se convierte en el jefe de la familia cuando en una emboscada el Padrino resulta herido. Michael, que no desea llevar una vida inmersa en el mundo del crimen, mata para vengar a su padre y huye a Sicilia. Allí se casa, pero su mujer es asesinada cuando tratan de eliminarlo a él. Sonny golpea a Carlo, el brutal marido de su hermana Connie. En venganza, Carlo prepara el asesinato de Sonny. Destrozado, Don Vito acepta unirse a los traficantes de drogas. Michael vuelve a Nueva York, se casa con su antigua novia Kay y le promete que hará que los negocios de la familia sean legales. Don Vito fallece y en una lucha por el poder, Michael mata a las cabezas de las otras familias del crimen de Nueva York convirtiéndose en el nuevo Padrino.

Michael Corleone marcha a Nevada para hacerse cargo del negocio de las apuestas. Cuando trata de que sus operaciones lleguen a Cuba, es traicionado por su socio Hyamn Roth y su hermano Fredo. Pero Michael ya parece omnipotente: ha entrado en el Senado de los Estado Unidos y ha asesinado a Roth y a su propio hermano Fredo. Enloquecida por su brutalidad y sangre fría, Kay abandona a Michael.

Con más de 60 años, Michael quiere liberar a su familia del crimen y encontrar un sucesor adecuado. Sin embargo, la mafia le vuelve a cobrar caro: asesinan a su hija cuando bajaba con él por las escaleras, el día del debut de su otro hijo, Anthony, como cantante de ópera.

El Padrino, recrea lo que acontece al interior de una familia de mafiosos. Unos matan a otros, se traicionan y finalmente, todo esto queda en familia.

Lo más peligroso de la mafia, y lo que la distingue de otros actos delicuenciales comunes no es lo que ella realiza -asesinatos, tráfico de drogas, etc- sino la imposibilidad de detectarla y por lo tanto, la imposibilidad de sancionar estos actos. Los mafiosos tienen una gran habilidad para mantener sus negocios y actividades ilícitas en reserva.

El derecho, al sancionar el *insider trading*, se equivoca. Y su equivocación consiste en tratarlo como a una mafia, en pensar que lo que hagan los *insiders* no podrá ser detectado. Por el contrario, lo que haga un *insider* sí va a ser reconocido por el mercado y por lo tanto, su posibilidad de detección es muy grande.

Los *insiders*, al igual que cualquier individuo ajeno al mundo de la mafia, tienen muchas dificultades para mantener sus negocios en reserva, porque el mercado no es sordo y percibe las señales que estos individuos le lanzan. El *insider trading*, entonces, no es más o menos perjudicial que cualquier acto de falta al deber de lealtad o revelación de información confidencial.

Pero ¿qué es el *insider trading*? y ¿qué hace que tantos legisladores quieran prohibirlo?

II. ¿QUÉ ES EL *INSIDER TRADING*?

1. Intentando una definición de *insider trading*

En 1723, Sir John Barnard, sobresaliente conocedor de los negocios londinenses, denunció a personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas por enriquecimiento, a costa de los demás accionistas. Según John Barnard, al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, los denunciados vendieron las

respectivas acciones. Poco tiempo después - cuando la noticia era ya de conocimiento público - el valor de las acciones bajó en un 50%, es decir, quienes basados en el conocimiento de información privilegiada realizaron la venta de sus participaciones sociales, se evitaron un perjuicio patrimonial considerable[1]. Éste es un ejemplo de *insider trading* y en base a este ejemplo, definiremos esta figura.

La figura del *insider trading* tiene dos acepciones. La primera se refiere a una conducta legal, entendida como la transacción, por parte de un *insider,* de valores de la empresa en la que trabaja. Mientras que la segunda acepción se refiere a la transacción de valores, violando los deberes fiduciarios o deberes de confidencialidad, cuando se tiene información material[2] y no pública[3] sobre un determinado valor. Esta segunda acepción es la que nos interesa porque es ésta la que se encuentra prohibida en nuestra legislación, al igual que en muchas otras y es además, la que denunció Sir John Barnard.

¿Por qué es sin embargo, que Sir John Barnad denunció esta actuación de algunos accionistas? Sir John Barnard, probablemente denuncia este hecho porque cree que todos los accionistas deben ser tratados por igual y que ninguno de ellos debe obtener ventaja de la información material y no pública a la que tiene acceso. Para John Barnard, probablemente lo correcto hubiera sido participar de esta noticia de reducción de dividendos a todos los accionistas, y quizás a todo el mercado, para que los accionistas decidan vender o comprar acciones de manera informada. Esto obedece al hecho que cada vez que la sociedad adopta una decisión de negocios, quienes están detrás de dicha decisión son los accionistas; por lo tanto, en teoría esta información debe pertenecerle a todos los accionistas y no sólo a quienes toman conocimiento por adelantado de los hechos confidenciales. En el caso, los accionistas que se enteraron de la reducción del pago de dividendos debieron, para Barnard, o bien quedarse callados y hacer como si no conocieran de dicha situación y por lo tanto, no realizar transacciones en base a ello, debido al deber de lealtad que este grupo le debía guardar a los demás accionistas; o bien, informar a los demás accionistas, sobre la base de que la información también les pertenece a ellos.

El *insider trading*, entonces, consiste en la celebración de transacciones en base al uso de información material y no pública a la que tienen acceso los denominados *insiders*, violando algún deber de confidencialidad. Es necesario preguntarse entonces, quienes tienen acceso a esta información material y no pública. Se nos pueden ocurrir ejemplos sencillos y frecuentes, porque en una sociedad hay personas que tienen acceso a más información que otras por el cargo que ocupan o por las relaciones contractuales que mantienen con ella. El caso del gerente general de una sociedad es uno de estos ejemplos, pues esta persona tiene la facultad de decidir la celebración de contratos relacionados con el objeto social de la empresa, y por tanto, la posibilidad de enterarse de cierta información relevante para el mercado, antes que cualquiera, incluso antes que muchos de los propios accionistas. Existen sin embargo, otras personas que sin mantener una relación directa con la sociedad, pueden adquirir información material y no pública de ella; tal podría ser el caso de la amiga del gerente que se entera, por una conversación telefónica de éste con un gran empresario, sobre un proyecto de la empresa para la que éste trabaja. Y para estos supuestos es para los que debe quedar muy claro el ámbito de aplicación de las normas de *insider trading* y, por tanto, quiénes son a aquellos a los que el legislador quiere prohibir que saquen provecho de la información material a la que tienen acceso.

2. ¿Yo. . . insider?

Hemos visto que uno de los requisitos para la configuración del insider trading, además del que la información sea material y no pública

[1] Si bien esto sucedió en 1723, no es hasta la década de los 70´s que se empieza a vislumbrar cierta reocupación por el *insider trading*. En Alemania, por ejemplo, en el año 1973 se realizó una investigación sobre la actuación de las sociedades en relación con los aumentos de capital con medios del grupo económico. Los resultados fueron sorprendentes: en 25 de 51 aumentos de capital con fondos sociales se rodujeron cambios en el valor bursátil y en el número de las operaciones «*difícilmente imputable a otra cosa que las acciones por parte de los insiders*«. Al respecto, ver: noticias.juridicas.com/areas_virtual/Articulos/70Derecho%20Internacional/200004-peru.htm.En 1980, Gran Bretaña promulga la *Companies Act* y prohíbe el uso de información privilegiada. De las misma manera que en 1933 Estados Unidos promulga la *Securities Act* y luego, un año después, la *Securities Exchange Act y prohíbe el insider trading.*

[2] Información material es aquella información que puede influir en el precio de los valores y, por tanto, información que puede influir en la toma de decisiones de los inversionistas.

[3] Por información no pública debemos entender aquella información que aún no ha sido revelada al mercado.

y que sobre la base de ella se realice alguna transacción, es la violación a un deber de reserva frente a la sociedad en cuestión. ¿Quiénes tienen este deber de reserva para con la sociedad? La respuesta a esta pregunta nos llevaría a contestar también quién debe ser *insider* y por lo tanto, a quién se debe prohibir el uso de información privilegiada en su favor.

Nos encontramos ante la posibilidad de exigir un deber de reserva frente a la sociedad a quien mantiene una relación contractual con ella, sea ésta laboral, de representación, por asesoría, etc. Tenemos, por otro lado, la posibilidad de exigir este deber de reserva a toda aquella persona que por una u otra razón tiene acceso, aunque sea temporalmente a información material no pública de una sociedad, sin que medie algún tipo de relación contractual con ella; tal sería el caso del amigo del director de una sociedad exitosa a quien éste comenta el próximo proyecto de dicha sociedad. Bajo esta segunda opción, este amigo del director tendría tanto deber de reserva como el mismo representante legal de la sociedad. Si esto fuera así, ¿cuándo podría considerarse que me encuentro excluido de la normatividad aplicable al *insider trading*? ¿cómo sé si soy o no un *insider* cuando me entero de algún proyecto o posible operación de una empresa? ¿No parece absurdo acaso que cualquier persona que tiene acceso aunque sea temporal o indirectamente a información material sea considerado un *insider* -con todo lo que esto trae consigo?

Imaginemos por un momento que en una reunión de amigos, el gerente general de un banco le comenta a un colega que su banco está negociando una posible fusión con otra entidad financiera mundialmente reconocida y nosotros, simples estudiantes de derecho, escuchamos este comentario. ¿Cuáles serían las consecuencias de considerarnos *insiders*?

Creemos que, para comenzar, las transacciones del mercado de valores se paralizarían ante la duda del inversionista de si puede o no comprar y vender acciones de la sociedad mencionada en el ejemplo. En segundo lugar, el proceso de fiscalización no es gratuito y por el contrario, implica grandes costos para el estado, quien tendría que fiscalizar el comportamiento de cuanto participante del mercado de valores haya. Sin duda, esto encarece la inversión en el mercado de valores porque los organismos reguladores trasladarían el costo de esta fiscalización a los privados. Por otro lado, también se encarecería la inversión del mercado de valores por un segundo motivo. Las transacciones en el mercado de valores se basan en la continua búsqueda de información de la cual poder sacar provecho[4]. Si un inversionista o vendedor de valores no pudiera obtener una ganancia por la información adicional que adquiere, no existirían incentivos para la búsqueda de información sobre la sociedad parte de las transacciones y posiblemente no se producirían transacciones en el mercado de valores, o las transacciones se realizarían con tan poca información que no los valores no serían asignados a su mejor uso.

La Corte Suprema de los Estados Unidos, en el caso Chiarella vs. Estados Unidos, no sólo descartó como intención de las normas de *insider trading* la búsqueda de una paridad de información entre todos los inversionistas, sino que además, descartó la posibilidad de que un comprador o vendedor en el mercado de valores, automáticamente adquiriese un deber de revelación de información[5].

En esa línea, la Corte Suprema de los Estados Unidos determinó que era necesaria la existencia de una relación contractual con obligaciones fiduciarias entre una persona y la sociedad, para que aquella sea considerada *insider*[6].

En la misma línea el artículo 1de la Resolución Conasev N° 359-93-EF/94.10, lista de manera enunciativa las personas a las que prohíbe la revelación de información reservada y el uso de esta información en

[4] Si bien parece absurdo contemplar la posibilidad de que un tercero que obtiene información privilegiada de una sociedad debe ser automáticamente considerado un «insider», debemos mencionar que la propia SEC (Securities and Exchange Comisión) de Estados Unidos estuvo alguna vez, antes de la decisión de la Corte Suprema sobre el caso Chiarella vs. Estados Unidos, a punto de emitir una norma que penalizaría a cualquier inversionista que realizara cualquier transacción sobre la base de una ventaja de información respecto de su contraparte en la negociación. Una norma como esta evidentemente hubiera paralizado las negociaciones en el mercado de valores, pues por un lado el estado tendría que fiscalizar permanentemente que no se presentara algún incumplimiento a esta norma y por otro lado, lo que es más importante, la mayoría de negociaciones en el mercado de valores se realizan sobre la base de ventajas informativas entre un inversionista y otro. Felizmente, la Corte Suprema luego emitió la resolución sobre el caso Chiarella vs. Estados Unidos y no sólo impidió que la SEC emitiera semejante barbaridad de norma, sino que delimitó la aplicación de las normas de *insider trading*.

[5] COFFEE, John & Joel SELIGMAN. «Securities Regulation». Foundation Press, 2003. pp. 1070 y ss.

[6] MACEY, Jonathan. SEC´s Insider Trading Proposal: Good Politics, Bad Policy. En: www.cato.org

provecho suyo[7], de acuerdo con lo previsto en el artículo 3 de la misma norma[8].

Esta norma considera que es *insider* todo aquel que por razón de su relación con una sociedad tenga la posibilidad de adquirir información considerada como hecho de importancia[9]. Esta relación se puede manifestar de distintas maneras: contratos laborales, contratos de auditoría, asesoría, cargos de confianza o de administración, etc. Y es que parece razonable que sean estas personas, y no cualquier tercero, las que tengan deberes respecto de la sociedad. El problema, sin embargo, es que esta norma no es taxativa y por tanto, cuando menciona como obligados por esta norma a las personas que, por su cargo o actividad, tengan acceso a información que constituye un hecho de importancia, deja abierta la posibilidad de gente como Chiarella, trabajadores de imprentas en donde se imprimen los prospectos informativos de algunas empresas sea considerada *insider* y no pueda transar sobre la base de dicha información. Creemos sin embargo, que esto no es lo que la norma quiere decir y que en todo caso, los espacios grises de aplicación de la norma deben ser dejados al desarrollo jurisprudencial.

Por lo tanto, y en concordancia con nuestra legislación, un *insider* es toda aquella persona que –teniendo un deber de reserva frente a la sociedad y un deber de revelación de información para con el organismo regulador, tiene acceso a información importante sobre una empresa; información que afecta el precio del valor o puede influenciar en las decisiones de los inversionistas, información conocida como información material[10].

Una vez definido a quiénes se consideran *insiders* y qué actividades de estos constituyen una práctica prohibida, analizaremos por qué creemos que esta prohibición no es acertada.

III. ¿COSTOS DE TRANSACCIÓN?

La primera formulación del Teorema de Coase es enunciada de la siguiente manera: «si los costos de transacción[11] fueran cero, se produciría el resultado eficiente con independencia de la norma atributiva de derechos elegida»[12].

Por lo tanto, si los costos de transacción son positivos, la solución eficiente dependerá de la norma jurídica que se elija. En estas circunstancias, la norma preferible es aquella que reduce al mínimo los efectos de los costos de transacción. En ese sentido, la regla legal que deberá elegirse es aquella solución a la que las partes llegarían si los costos de transacción fueran iguales o cercanos a cero.

La posibilidad de que los *insiders* puedan hacer uso de la información privilegiada que han obtenido, sea por mérito propio o no, es una cuestión de asignación de derechos de propiedad sobre dicha información. Si la

[7] «Artículo 1° Las personas que a continuación se indica y, en general, quienes por razón de su cargo o actividad, tengan acceso a la información sobre hechos de importancia de una sociedad emisora cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Público de Valores e Intermediarios, deben guardar reserva absoluta respecto de tales hechos, hasta que sean conocidos por el mercado.

a) Directores, Gerente General y Administradores.
b) Auditores.
c) Gerentes y secretarios de los órganos de las sociedades.
d) Los accionistas de las sociedades emisoras que individualmente posean el 5% o más del capital social de la misma.
e) Los asesores y en general quienes presten servicios a la sociedad siempre que su asesoría, colaboración o relación laboral con la sociedad emisora, sea en cualquier actividad que pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad.
f) Los liquidadores de las sociedades cuyos valores se encuentran inscritos en Bolsa. (...)»

[8] «Artículo 3° Las personas mencionadas en el Artículo 1 deberán abstenerse de: a) Utilizar la información reservada a que tuvieren acceso para obtener, para sí o para otros, actuando directamente o por conducto de terceros, ventajas que provengan de su conocimiento o del uso de información reservada que aún no haya sido divulgada al mercado por la sociedad emisora. b) Obtener ventajas para sí o para otros directamente o por conducto de terceros provenientes de la realización de operaciones de compra o venta de valores relativos a una sociedad emisora en razón de su conocimiento o acceso a la información a que se refiere el Artículo 1 de la presente Resolución».

[9] Son considerados hechos de importancia aquellos hechos que pueden influir en la toma de decisiones de los inversionistas. Resolución Conasev N°107-2002-EF/94.10.

[10] Los ejecutivos de una empresa definitivamente tienen información material. Un gerente de ventas, por ejemplo, sabe perfectamente si el nivel de ventas de la empresa se acerca al nivel de ventas que la misma ofreció a sus inversionistas. El contador de la empresa tiene acceso también a información privilegiada y por lo tanto, es considerado un *insider*.

[11] Los costos de transacción incluyen los costos de identificación de las partes con las que uno ha de tratar, los costos que implica el reunirse con dichas partes, los costos del proceso de negociación en sí y los de la puesta en práctica de aquel acuerdo al que se llegue.

[12] POLINSKI, Michell. «Introducción al Análisis Económico del Derecho».

titularidad sobre la información interna de la empresa se le asigna a los administradores de la misma, el uso de información privilegiada estaría permitido. Si decimos, en cambio, que esta información es de titularidad de la sociedad o de sus accionistas, los administradores de la empresa no podrán hacer uso de esta información para su propio beneficio –pues ello implicaría hacer uso de un bien ajeno- y por lo tanto, el *insider trading* no estaría permitido. Sin embargo, en ambos supuestos de asignación de propiedad sobre esta información material no pública, si los costos de transacción fueran bajos, no importaría la asignación del derecho de propiedad inicial, pues las partes llegarían mediante la contratación privada a una reasignación eficiente de este recurso.

En principio, las operaciones realizadas por *insiders* o por aquellos que manejan información material no pública sobre una empresa, no pueden ser calificadas ni de absolutamente beneficiosas ni de perjudiciales o ineficientes. Lo beneficioso o perjudicial de estas operaciones depende en muchos casos de la calidad del *insider*, de las circunstancias que rodean a la actividad de la empresa, etc. Es por ello que podemos afirmar que incluso dentro de una misma empresa, la conveniencia o no de una transacción basada en el uso de información privilegiada se altera en función a variables que ni el Estado ni nosotros podemos conocer, variables que los accionistas o los administradores de la empresa manejan mucho mejor y a menor costo.

Si para una misma empresa la posibilidad de que sus administradores hagan uso de la información privilegiada a la que tienen acceso, puede ser a veces beneficiosa y a veces perjudicial parece claro que no podemos hablar de un mismo tipo de efectos para todas las empresas en general.

En tanto no podemos hablar de la producción de los mismos efectos para todas las sociedades que permiten el *insider trading*, con mayor razón no tiene sentido aplicar una misma norma legal para todas las sociedades.

Bajo la premisa de que no es óptimo establecer una regla general aplicable al uso de información privilegiada, creemos que lo mejor es dejar este tema, que tanta preocupación genera a nuestros legisladores, a la libre contratación de las partes.

Explicaremos por qué es más eficiente dejar la determinación de la propiedad sobre el uso de información privilegiada a la libre contratación de las partes. Para ello, nos ampararemos en el Teorema de Coase[13].

Una aplicación del Teorema de Coase al uso de información privilegiada, nos permite concluir que tanto las empresas como los *insiders* tienen los incentivos necesarios para asignar el derecho de propiedad de la información no pública sobre la empresa, a quien lo valore más[14].

En principio, dependiendo de qué accionistas se trate, los costos de transacción en la relación accionistas-administradores son muy cercanos a cero[15], por lo que no importa la norma jurídica que designe la propiedad sobre la información interna de la sociedad, las partes siempre podrán llegar a una solución eficiente.

La mayoría de legislaciones otorga el derecho de propiedad de este tipo de información a la sociedad o a los accionistas de la misma. Sin embargo, por otro lado, les niega la posibilidad de contratar sobre dicha propiedad. Es decir, que mientras por un lado el mensaje para la empresa es «esta información interna es tuya», por otro lado se le dice «pero no la puedes transferir».

Si partimos de la idea que el derecho de propiedad lleva implícita la libre disponibilidad, una norma que prohíbe el *insider trading* contradice el derecho de propiedad que se le otorga a la empresa sobre su información interna.

Pero ¿qué lleva al legislador a prohibir a los administradores de una empresa realizar transacciones sobre la base de una información interna de la empresa? Pensemos por ejemplo, en las cláusulas contractuales

[13] COASE, Ronald. «The Problem of the Social Cost». Journal of Law and Economics, 1960.

[14] EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. Trading on Inside Information. En: «The Economic Structure of Corporate Law». Harvard University Press, 1996. p. 263.

[15] Cabe precisar que cuando nos referimos a los accionistas de la empresa centramos nuestra afirmación en los accionistas mayoritarios o aquellos que tienen cierta incidencia en nombramiento de los administradores de la empresa. Sucede por ejemplo que existen sociedades con accionariado muy difundido en las que los accionistas minoritarios -que eventualmente pueden tener una participación cercana a «cero»- tendrían que incurrir en costos muy altos para negociar con los administradores de la empresa sobre el uso o no de la información privilegiada. Sin embargo, este problema de altos costos de transacción entre los administradores de la empresa y los accionistas minoritarios de empresas con accionariado muy difundido se presentan en casi cualquier tema societario.

que las empresas prevén en los contratos con sus abogados o contadores para la no divulgación de información de la empresa. ¿Qué diferencia existe entre estas cláusulas contractuales y una que pudiera preverse en el estatuto o en los contratos celebrados entre los accionistas (o la propia sociedad) y los administradores? Al parecer, ninguna. Hay quienes, sin embargo, podrían sostener que una cláusula como esta es muy difícil de cumplir por los altos costos de fiscalización que implicarían[16] para la sociedad o los accionistas[17]. A pesar de ello, creemos que una regla que prohíbe el uso de información privilegiada no es eficiente porque los costos de fiscalización a los que hemos hecho referencia dependerán de cada sociedad y, por otro lado, dependiendo de la sociedad y de las circunstancias, la empresa podría querer que sus administradores puedan negociar sobre la base de información interna no publica a la que ellos tienen acceso.

Sin embargo, por lo general los costos de ejecución de estos contratos son muy altos, y en esos casos se torna imposible para las empresas asignar derechos de propiedad sobre esta información de manera eficiente y por lo tanto, los beneficios de la contratación sobre el uso de esta información se perderían. Tal como señalan Easterbrook y Fischel[18], las empresas que ganarían con la existencia de estas restricciones para sus administradores, no podrían distinguirse – ante los ojos de los inversionistas- de otras porque todas aparentarían ser igual o más restrictivas, aunque en realidad no lo fueran.

Una forma de facilitar la ejecución de los contratos de no divulgación de información privilegiada es la exigencia a los administradores de la comunicación de todas sus transacciones con valores de la empresa o la presentación de las declaraciones juradas que presentan a la administración tributaria. Sin embargo, se nos presenta el mismo problema de evasión de la obligación porque el administrador bien podría transmitir la información privilegiada a testaferros y por esta vía, evitar, por ejemplo, la declaración de la transacción.

Por lo tanto, si la posibilidad de detección de prácticas de *insider trading*, aún cuando existen cláusulas contractuales en contra, es mínima, parece razonable que existan mecanismos públicos de ejecución de dichos contratos. Hay que tener en cuenta sin embargo, que los mecanismos públicos de ejecución generan costos, costos que por lo general son mayores que los originados por los mecanismos privados de ejecución. Ello, sin dejar de lado que en el caso de la ejecución pública, los costos no sólo los asumen las partes involucradas sino todos aquellos terceros que cumplen con pagar sus tributos al estado.

Hay que tener en cuenta también que aun cuando la ejecución pública fuese más efectiva, ello no justifica la prohibición de realizar operaciones sobre la base de información privilegiada. El que haya una ejecución pública de una prohibición proveniente de un contrato privado, no significa que la prohibición deba ser pública. Así como existe la posibilidad de solicitar la ejecución de un contrato privado cualquiera en la vía judicial, no creemos que existan razones para que la misma regla no se aplique a la contratación privada sobre el *insider trading*.

Todo lo dicho se aplica perfectamente a cualquier mercado de valores desarrollado con sociedades con accionariado difundido, pues en ellas los intereses de los administradores no están, por lo general, alineados con los de los accionistas. La realidad peruana, sin embargo, es distinta y por ello creemos necesario detenernos un momento en ella.

En el Perú, las sociedades que cotizan en bolsa son, por lo general, sociedades con accionariado altamente concentrado, caracterizándose siempre por tener a un grupo de accionistas controladores que ocupan también los cargos de administradores y directores. En este contexto, parece difícil que se genere un conflicto entre administradores y la mayoría de accionistas. En este contexto, el conflicto por tanto, no es entre accionistas y administradores sino más bien entre

[16] Los altos costos de fiscalización a los que hacemos referencia están relacionados con la posibilidad de detectar una transacción basada en el uso de información privilegiada por parte de los administradores. La posibilidad de detección de una transacción como ésta se ve reducida por la variedad de opciones por las que los administradores podrían optar para cubrirse. Por ejemplo, un *insider* que intenta evadir su obligación de no comprar acciones de la empresa «X», en donde trabaja como director, puede comprar acciones de dicha empresa a través de un testaferro. Sin embargo, estos costos de fiscalización para detectar comportamientos estratégicos se presentan en múltiples operaciones societarias y de mercado de valores; no siendo, por tanto, propios de la figura del *insider trading*.

[17] Nótese que este mismo argumento de generación de altos costos de fiscalización puede utilizarse para criticar la legislación de insider trading.

[18] EASTERBROOK, Frank y Daniel Fischel. Op.cit. p. 263.

accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios y en ese sentido, las normas de *insider trading* son, en cierto sentido, normas de protección al accionista minoritario y no normas de protección al inversionista ni fomentadoras de la eficiencia del mercado de valores.

La pregunta es entonces qué pasaría en estos casos con los accionistas minoritarios si no existiera la prohibición del *insider trading* –al margen que consideramos que esta pregunta requiere la respuesta de una anterior: por qué es necesario proteger a los accionistas minoritarios. Sucedería que dada la existencia de no tan bajos costos de transacción entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios, la decisión de estos últimos sería la decisión de la sociedad y por lo tanto, la sociedad optaría por permitir el *insider trading* al margen de que los accionistas minoritarios no lo quisieran. Ante esta posibilidad, el legislador peruano prefiere proteger al accionista minoritario y prohibir esta práctica. Creemos que esta preocupación por el accionista minoritario es una clara muestra de lo inconsecuente que es nuestra legislación porque el mismo legislador que prohíbe que la decisión de permitir o no el *insider trading* sea tomada por la mayoría de accionistas (grupo controlador en la mayoría de los casos), permite que esta misma mayoría adopte acuerdos que pueden generar grandes perjuicios a los accionistas minoritarios, tales como acuerdos de fusión con otras empresas, ventas de activos, etc.

Nos preguntamos entonces por qué el legislador hace esta diferencia. ¿Por qué por un lado permite que la mayoría imponga sus decisiones y por qué le niega a la misma mayoría la posibilidad de imponer su decisión respecto de un caso de *insider trading*? Creemos que no existen razones para hacer diferencias. El hecho de que existan conflictos entre accionistas minoritarios y mayoritarios no hace necesaria la intervención del estado en beneficio de los primeros, pues son ellos mismos los que toman la decisión de ser minoritarios y por tanto, de asumir el riesgo de que el día de mañana, la mayoría adopte un acuerdo con el que no están de acuerdo. Para casos como éste, en el que la mayoría imponga la posibilidad de que los *insiders* hagan uso de la información material no pública en su propio beneficio, podría establecerse –vía legal o estatutaria- la facultad de los minoritarios de ejercer un derecho de separación.

IV. EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA COMO MECANISMO DE RETRIBUCIÓN A LOS ADMINISTRADORES

Una de las ventajas del *insider trading* es que puede ser utilizado como un mecanismo de retribución a los administradores y es ello lo que podría hacer a esta figura atractiva tanto para los accionistas como para los administradores[19].

Quienes critican el *insider trading* distinguen esta figura de otros mecanismos de retribución a los administradores. Así, las remuneraciones de directores, los bonos, las vacaciones, y cualquier otra contraprestación o condición de trabajo parecen ser destinados por naturaleza a la contratación privada. Sin embargo, no sabemos por qué extraña razón, el *insider trading* se encuentra al margen de cualquier contratación.

Pensemos por un momento en un escenario en el que la retribución de directores fuera determinada por el estado. Imaginemos que nuestros legisladores deciden hoy emitir una ley que prohíba la negociación de la remuneración de los directores de todas las sociedades anónimas y que por lo tanto, establezca como retribución legal S/.500 para todos los directores de todas las sociedades anónimas del país. ¿Qué sucedería en este escenario?

Una primera consecuencia de una norma como ésta sería que los directores eficientes y renombrados no se podrían distinguir de los directores ineficientes, pues todos recibirían la misma retribución. Al no poder distinguirse de los directores ineficientes, ningún director que tuviera como expectativa una remuneración de más de S/.500 tendría incentivos para trabajar de manera eficiente. No importa cuánto trabaje, ni qué tan bien realice su trabajo, siempre recibirá S/.500. Mientras que los directores ineficientes, cuya expectativa de remuneración era menor a S/.500, no tendrán ningún incentivo para trabajar para ganarse ese «extra» –entendida como la diferencia entre lo que esperaban ganar y lo que ganarían producto de la aplicación de la ley mencionada. A esto hay que añadir la

[19] Esta figura será atractiva para ambos grupos siempre que los miembros de cada uno de ellos sean distintos de los del otro. Sin embargo, en los casos en los que esto no es así, el *insider trading* como mecanismo de retribución a los administradores es incluso mucho más atractivo, pues son quienes toman la decisión de permitirlo, los que se ven beneficiados por su propia decisión. En este último caso se deja de lado el interés del minoritario pero como ya explicamos, este accionista minoritario no requiere de mayor protección al respecto.

producción de enormes incentivos, principalmente para los directores eficientes y las empresas que buscan contratar a dichos directores, de evadir la norma y buscar otras formas de remuneración. Todo esto, sin considerar los altísimos costos en los que tendría que incurrir el estado para fiscalizar el cumplimiento de la norma.

Este pequeño ejercicio mental nos permite ver qué costoso e ineficiente resulta que el estado intervenga, porque a pesar de que en estos casos puede ser costosa la negociación entre los privados, siempre será menos costosa que con la intervención estatal- y con mayor razón cuando la negociación no es costosa.

Por lo tanto, una norma como la mencionada es ineficiente y su promulgación llamaría la atención incluso de quienes defienden a capa y espada la regulación del uso de información privilegiada.

Cabe preguntarse entonces, ¿qué es lo que diferencia a estas formas de remuneración de los administradores de una empresa con el *insider trading*? Y si es que hubiera alguna diferencia, ¿justificaría ésta un trato normativo distinto[20]?

A nuestro parecer sólo existe una diferencia entre una forma de remuneración para los administradores de la empresa y la posibilidad de negociar sobre información privilegiada. Esta diferencia consiste en que en el primer caso la remuneración del administrador guarda relación con su trabajo[21], mientras que el *insider trading* no. En este caso, no importa cuán rentable sea o no la empresa, ni eficiente el trabajo del administrador, éste siempre podrá sacar provecho del uso de información privilegiada a la que tiene acceso y por esta vía, percibir una remuneración que no vaya de acuerdo a su desempeño como administrador de la sociedad. Lo que sucede es que aun cuando esta diferencia existe, la misma no justifica que el estado intervenga para prohibir este mecanismo de remuneración. Es más, precisamente esta diferencia permitiría que por ejemplo, se desarrollara, si no generara, un mercado de administradores. Pensemos por ejemplo en el *insider trading* como el gancho perfecto para que el gerente general de The Coca Cola Company sea contratado por Pepsi. Asumiendo que Pepsi le paga muy bien, lo que podría permitirle a The Coca Cola Company jalar a su nuevo gerente general podría ser perfectamente esta posibilidad de ganar con el uso de información privilegiada en su propio beneficio.

Si la figura del *insider trading* fuera ineficiente, una empresa que la permitiera estaría en desventaja respecto de las demás empresas y por lo tanto, en un mercado competitivo, tendrán los incentivos suficientes para impedir un esquema de remuneración como el *insider trading*.

Por lo tanto, nada justifica que las empresas no puedan negociar con sus directores la asignación del derecho de propiedad sobre la información interna de la sociedad. En otras palabras, nada parece justificar el hecho que el estado, restrinja la libertad contractual de las empresas, accionistas y administradores de una empresa. Finalmente, son ellos quienes están en mejor situación de negociación y quienes finalmente deciden qué es lo mejor para ellos.

V. POR QUÉ PERMITIR EL *INSIDER TRADING*

Otorgar derechos de propiedad a los administradores, sobre información no pública de la sociedad, podría otorgar a dichas sociedades la posibilidad de comunicar al mercado de manera menos costosa, así como de crear incentivos a los administradores para maximizar el valor de la sociedad[22].

El problema esencial es si estos acuerdos entre accionistas y administradores generan algún tipo de externalidades negativas sobre terceros. Según Epstein, en estos casos no hay externalidades involucradas. Una sociedad que quiere permitir el *insider trading* sólo necesita prever en sus estatutos una cláusula que establezca: «Si usted desea negociar con las acciones de nuestra empresa, entienda por favor que todo miembro de la administración o trabajador de confianza esté permitido de contratar en base a toda la información privilegiada que satisfaga su interés. Si usted desea invertir con nosotros, así es como será. Si usted no desea invertir con nosotros, es usted totalmente libre de comprar acciones de nuestro competidor que no permite esta opción»[23].

[20] CARLTON, Dennis y Daniel FISCHEL. «The Regulation of Insider Trading. En: Economic Analysis of the Law, Selected Readings». Blackwell Publishing, 2003. p. 203.

[21] Incluso en el caso de los bonos, éstos se otorgan en función de un nivel de percepción de utilidades por ejemplo, con lo cual se fomenta al administrador a trabajar de manera más eficiente.

[22] EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. Op.cit. p. 256.

[23] EPSTEIN, Richard. El ocultamiento, uso y divulgación de información. En: THEMIS-Revista de Derecho Nº 44, 2002.

Si bien, muy rara vez la sociedad querrá que sus administradores negocien sobre la base del uso de información privilegiada a la que tienen acceso, esto no quiere decir que vaya a ser un mecanismo que no se utilice, pues dependerá de qué tipo de información es la que los *insiders* tienen porque en función de ello se puede determinar quienes son los perjudicados con el *insider trading*[24]. Así, si por ejemplo, la información refleja un incremento en el precio del valor, todos los que hayan vendido sin tener conocimiento de dicha información se verán perjudicados. Sin embargo, cuando la posibilidad de negociar sobre el uso de información privilegiada está en el estatuto de la sociedad y además es publicada en un registro público como el Registro Público del Mercado de Valores, los accionistas sabrán que deben prestar atención a la señal que emiten los *insiders* antes de vender sus valores; y por lo tanto, no podrían alegar desconocimiento de por lo menos el riesgo de vender a un precio menor del que venderían algunos días después cuando la información que maneja el *insider* se haga pública.

El tema central entonces, es que no hay externalidades involucradas para los accionistas o inversionistas. Pero ¿qué sucede con los accionistas minoritarios en el caso de las sociedades peruanas? ¿Podrían alegar que ellos sí tienen que soportar una externalidad negativa originada por la decisión del grupo mayoritario? Al respecto existen dos escenarios: el primero de ellos es uno en el que *insider trading* está permitido desde la constitución de la sociedad o antes de que el accionista minoritario adquiera las acciones de la sociedad. En este caso el que adquiere las acciones de la sociedad lo hace conociendo que el insider trading está permitido y por lo tanto, no podría alegar que la decisión de la mayoría lo perjudica porque dicha decisión ya era conocida por él. El segundo escenario es uno en el que el *insider trading* se permite, producto de un acuerdo de la mayoría, frente a un accionista minoritario para quien al momento de adquirir sus acciones el *insider trading* no estaba permitido. En este caso, efectivamente se produce un perjuicio a los minoritarios. Este perjuicio sin embargo, es el mismo que se produce cuando la mayoría decide por ejemplo, la fusión con una sociedad que cambia el giro del negocio de la sociedad. Y, sin embargo, para estos casos el legislador ha adoptado una solución distinta. Creemos que la externalidad generada por la mayoría a la minoría, cuando ésta acuerda de un momento a otro permitir el *insider trading*, puede ser eliminada con la posibilidad de los minoritarios de separarse de la sociedad.

Debemos tener presente dos presupuestos de los que partiremos para argumentar que las sociedades deberían contar con por lo menos la posibilidad de permitir el *insider trading*. El primero de ellos es que cuanto más información haya en el mercado, esta información revelará mejor los precios de los valores. El segundo, cuanto más información reflejen los precios, estos serán las mejores guías para las decisiones de inversión[25].

¿A la sociedad le interesa revelar su información al mercado? Inicialmente, se esgrimen varias razones para contestar afirmativamente la pregunta planteada. Por qué es que las sociedades revelan información al mercado? Una razón es que la revelación de información puede reducir para los inversionistas la incertidumbre sobre la sociedad. Una segunda razón es que la revelación de información por parte de la empresa, puede permitir a los actuales inversionistas de la sociedad vender sus acciones a los *outsiders* a un precio más alto que el promedio. Si la sociedad no revela información, los *outsiders* asumirán lo peor y reducirán del precio que están dispuestos a pagar, un monto por la incertidumbre. Finalmente, valores con precios exactos dan a la sociedad información respecto de la labor de sus administradores. Así, los mercados de servicios de administración y de tomas de control son más eficientes[26]. Hasta aquí vemos que la revelación de información al mercado trae consigo suficientes beneficios para las sociedades y por lo tanto, pareciera que toda sociedad intentará revelar la mayor información posible al mercado.

Sin embargo, esto no es tan cierto. En primer lugar, revelar información implica que la sociedad deberá incurrir en una serie de costos. Por lo tanto, parece lógico que la sociedad sólo revelará información cuando los beneficios que ello genere sean mayores

[24] EPSTEIN, Richard. «Simple Rules for a Complex World». Massachusetts, Harvard University Press, 1997. p. 255.
[25] Decimos esto porque la principal finalidad del mercado de valores es inyectar capital a la economía. Esto se consigue mediante la eficiencia del mercado de valores, cuando los precios revelan el riesgo y la posibilidad de retorno futuro. Por lo tanto, la principal finalidad de la regulación del mercado de valores es lograr esta eficiencia. Es necesario entonces, analizar si el *insider trading* limita o impide el cumplimiento de esta finalidad.
[26] Ibid. p. 256

a los costos en los que incurre con dicha revelación[27].

Imaginemos que una empresa «X» está a punto de fusionarse con una empresa «Y». Imaginemos también que dicha fusión forma parte de un gran proyecto de negocios que llevará a las empresas a cotizar sus valores a mayor valor. Podemos ver que esta es una situación en donde existen dos intereses «contrapuestos». En primer lugar, tenemos a los administradores de ambas empresas, junto con los accionistas mayoritarios de las mismas, que son los únicos que conocen de dicho proyecto y por lo tanto, de las negociaciones. Son estas personas por tanto los que cuentan con información privilegiada. Estas personas, quisieran que el mercado se enterara cuanto antes de que las cosas parecen ir bien para las dos sociedades de nuestro ejemplo, con la finalidad que cuanto antes los inversionistas compren las acciones a un precio más alto. Sin embargo, por otro lado, hacer pública dicha información puede causarles perjuicios, porque, por ejemplo, podría paralizar las negociaciones si cualquier competidor se enterara de ellas. En segundo lugar, tenemos a los posibles inversionistas que están buscando adquirir valores rentables. Estos inversionistas quisieran saber si hay algún proyecto en marcha respecto de estas dos sociedades porque ello haría que compraran las acciones de dichas empresas al valor actual para luego de iniciado o hecho público el proyecto puedan vender dichos valores a un precio mayor. Sin embargo, tampoco quieren que esta información sea totalmente pública porque los demás inversionistas acudirían a comprar estos valores, los precios subirían y por lo tanto, ya no resultaría mayor negocio comprar dichos valores para venderlos inmediatamente después.

¿Cómo reconciliar estos intereses? Aunque parezca curioso el *insider trading* podría ayudar. ¿Cómo cumpliría el *insider trading* esta tarea? Pensemos de nuevo en el ejemplo mencionado líneas arriba. Los administradores de ambas empresas «X» e «Y» harán uso de la información privilegiada a la que tienen acceso y adquirirán, directa o indirectamente, valores de ambas sociedades, para mantenerlos hasta que el proyecto se haga público y venderlos. Sucede que cuando uno de los administradores sale a comprar al mercado valores de su propia empresa o valores de otra cuyos administradores compran en la primera, se está lanzando una señal en el mercado. Una señal que sólo los más interesados, o por lo menos los más acuciosos, podrán percibir y, por lo tanto, acudirán a comprar valores de una o ambas empresas. Así, la información poco a poco irá generando precios exactos[28] y por lo tanto, generando un mercado eficiente. Quienes se percaten primero de la señal que los *insiders* lanzaron al mercado serán los que ganen primero y más mientras que los últimos, los más perezosos, ganaran casi nada o nada por esta información[29]. Esto, sin dejar de lado la competencia que se generaría entre los intermediarios, pues estos buscarían diferenciarse entre ellos mismos en función de su destreza para captar más información.

Vemos entonces cómo cada una de las dos partes del ejemplo, administradores y posibles inversionistas, salen ganando. Por un lado, los administradores por no haber tenido que incurrir en costos para la revelación de la información ni haber tenido que sufrir los perjuicios de la revelación de la información –pues la señal lanzada al mercado sólo revela que algo bueno se ve venir para las sociedades, sin mayores detalles de las negociaciones; así como por poder realizar el negocio de «comprar barato para luego vender caro». Por otro lado, los posibles inversionistas de la empresa que buscaban este tipo de información que sin ser pública les permita comprar los valores de las empresas del ejemplo, para poder invertir en un negocio rentable. Ambas partes entonces, salieron ganando.

Pensemos por ejemplo en ambas sociedades que son las que tendrían en principio la propiedad sobre la información privilegiada; propiedad que, en nuestro ejemplo, fue transferida a los administradores de cada una de ellas. Creemos que ninguna de estas

[27] Cuando hablamos de costos, incluimos en ellos los perjuicios a los intereses de los accionistas o administradores de la empresa, por poner un ejemplo. Así, si una sociedad está a punto de fusionarse con otra, para aquella puede resultar perjudicial que dicha información salga al mercado antes del cierre de las negociaciones. Por lo tanto, estos posibles perjuicios también se deberán tomar en cuenta.

[28] Esto es así porque mientras más gente tome conocimiento de la información y compre los valores, la demanda de éstos aumentará y por tanto el precio también.

[29] Podría argumentarse que quienes van a adquirir la información antes son los inversionistas institucionales y que ello sería un perjuicio en el intento de hacer que más personas (personas naturales) participen en el mercado. Sin embargo, este problema no se presenta únicamente por este tema, ni constituye tampoco un problema *per se*. Las personas naturales pueden participar por medio de intermediarios y escoger el intermediario que deseen para que realicen sus inversiones. Por otro lado, las persona naturales tendrán más incentivos para buscar información, o estar pendientes del comportamiento de los inversionistas institucionales y actuar conforme a las señales que dicho comportamiento genere.

sociedades podría verse perjudicada en este caso específico por el *insider trading*, pues sus valores aumentaron de valor antes de lo previsto y el que esto haya ocurrido genera además grandes expectativas sobre el proyecto, mientras que el mercado no se enteró de las negociaciones antes de lo conveniente.

Bajo esta perspectiva parece cuestionable no permitir las transacciones sobre el uso de información privilegiada, toda vez que si permitimos que los *insiders* transen, la información que generarían sería parecida a la información que la propia sociedad revelaría[30].

Otra interrogante a plantearnos es qué sucede en el mismo ejemplo en un mercado en el que la legislación prohíbe el *insider trading*. La regulación del *insider trading* en este caso mencionado como ejemplo sólo genera mayores costos para los administradores y por lo tanto, desincentivos para transmitir esta información de mejor manera al mercado.

¿Esto significa que los administradores no realizan *insider trading* cuando hay regulación de por medio? No, esto sólo significa que siempre que esto siga siendo beneficioso, los administradores buscarán la forma de evadir las normas o encubrir sus transacciones. Por ejemplo, los administradores buscarán testaferros a fin de que sean estos los que compren los valores. Con ello, los únicos beneficiados son los administradores y no la sociedad (pues sus precios se mantienen) ni los posibles inversionistas (a quienes se les hace mucho más difícil escuchar la señal que los *insiders* lanzan al mercado). Resulta curioso, por decir lo menos, que justo a quienes la regulación prohíbe obtener beneficios por el uso de información privilegiada son los únicos que con dicha regulación salen beneficiados.

VI. LOS AMBIGUOS FUNDAMENTOS PARA LA PROHIBICIÓN DEL *INSIDER TRADING*

Quienes son partidarios de la regulación del *insider trading*, y por lo tanto, de su prohibición, presentan principalmente los siguientes principales argumentos, como razones por las que una sociedad querría prohibir el *insider trading*.

1. Apropiación de información

El primer argumento es que negociar haciendo uso de información privilegiada puede terminar siendo para algunos una forma de robar información de la sociedad. Hay quienes dicen, por otro lado, que la posibilidad de que alguien se apropie o se beneficie de cierta información, genera desincentivos para la producción de información y que, por lo tanto, la apropiación de esta información confidencial debería estar prohibida, así como el robo está prohibido[31].

Respecto del primer punto, consideramos que el *insider trading* no podría considerarse una forma de robo de información o de apropiación por parte de los *insiders* de algo que no es suyo, pues esto depende de a quién se haya asignado la propiedad sobre dicha información y si ésta se ha transferido por vía contractual. Ese es el escenario que nosotros proponemos, uno en el que el *insider trading* se permita en la medida en que por vía estatutaria y contractual la propiedad sobre la información societaria sea transferida a los administradores de la sociedad. De otro modo, todos coincidimos es que sí estaríamos hablando de robo de información privilegiada. Asimismo, creemos que cualquier sociedad podría celebrar convenios de confidencialidad con sus administradores de la misma manera como celebra estos convenios con sus abogados o contadores.

Respecto del segundo punto, debemos decir que no hay que dejar de lado el carácter particular de esta información que creemos que no dejará de producirse por el simple hecho de que algunos se apropien de ella.

2. Generación de incentivos perversos

Una de las razones por las que una sociedad podría no estar interesada en otorgar a los administradores la propiedad sobre información confidencial es que esta posibilidad trae consigo la generación de incentivos perversos, como por ejemplo la manipulación de información con la finalidad de hacer negocio con la compra y venta de valores.

Esta situación, sin embargo, no es exclusiva de un contexto de desregulación y mal podría

[30] Al respecto, Ajay Shah´s señala que a menudo se equipara al *insider trading* con la figura de la manipulación de precios en el mercado; sin embargo, la manipulación implica el alejamiento de los precios al precio real, ya sea por debajo o por encima, y por lo tanto, reduce la eficiencia del mercado de valores. Mientras que el *insider trading* lleva los precios a niveles muy cercanos a los reales y por tanto, promueve la eficiencia del mercado de valores. Ver: www.cato.org

[31] Ibid. p. 260

usarse como un argumento en su contra. Efectivamente, resulta ingenuo pensar que con la regulación existente no existen actuaciones originadas por los incentivos perversos que se generan cuando la retribución de los administradores depende en parte de los precios de los valores de las empresas para las que trabajan. Sabemos que incluso con la regulación existente se producen prácticas de *insider trading* y con ello, la posibilidad de la generación de los incentivos perversos que podrían presentarse con la desregulación de esta figura. La única diferencia es que esta actividad se hace al margen de la ley y si bien podría decirse que por ello es menos probable que los administradores incurran en ella porque resulta más costosa, encontramos que con la desregulación del *insider trading*, sería la propia sociedad la que asumiría el riesgo concientemente y por lo tanto, asumiría el costo del riesgo de que estos incentivos perversos se generen.

Por otro lado, existen normas de responsabilidad que podrían aplicarse ante una conducta negligente de los administradores. Otro tema es que el sistema de responsabilidad del directorio y de la gerencia de las sociedades no funcione y que por ello sea éste también un tema que deba ser revisado. Sin embargo, en principio, un buen sistema de responsabilidad podría cubrir la actuación de los administradores originada en los incentivos perversos aludidos.

Finalmente, no hay que dejar de lado la realidad peruana en la que el accionariado no es muy difundido y en la que los administradores y directores son los mismos accionistas mayoritarios. En un escenario como éste parece absurdo pensar en la posibilidad de que se generen incentivos perversos para los administradores, pues sus intereses están alineados con los de los accionistas.

3. Pérdida de liquidez del mercado de valores

Se puede pensar que la figura del *insider trading* origina la pérdida de liquidez del mercado de valores, porque si esta figura fuera permitida, los inversionistas sabrían que están en una situación inferior en términos de información respecto de los administradores. Por lo tanto, decidirían no negociar valores, pues sabrán que están en peores condiciones que los demás y que si no negocian, los administradores solos no podrán hacerlo tampoco; logrando con ello el estancamiento del mercado de valores[32].

En un contexto como este, sería necesario implementar algún mecanismo para evitar que los inversionistas no informados decidan paralizar las inversiones y por lo tanto, hacer que el mercado de valores pierda liquidez.

Sin embargo, este problema no es exclusivo del *insider trading* ni se presentaría únicamente si esta figura estuviera permitida, sino que es un problema que se habría presentado siempre, pues muchos inversionistas saben que son desinformados en relación con otros, como por ejemplo inversionistas institucionales.

Sin embargo, nadie se cuestiona la posibilidad de que existan inversionistas más o menos informados que otros.

La solución a un problema como el planteado, nos debería llevar a la conclusión que lo mejor sería buscar que todos los inversionistas obtengan la misma cantidad de información, por todos los medios legales posibles[33]. Eso no haría más que desincentivar la búsqueda de información por parte de los que ahora son inversionistas institucionales, o incentivar la violación de las normas legales que se dictarían para este efecto.

Por otro lado, no debemos dejar de lado que los administradores tienen todos los incentivos para que los valores de su empresa –empresa que permite el *insider trading*- no pierdan liquidez.

Finalmente, Arturo Bris[34] señala que existe evidencia teórica y empírica para argumentar que los mercados se convierten en más líquidos con la existencia de normas de *insider trading*, entonces, es posible que al prohibir las transacciones de los insiders, los reguladores han hecho que estas transacciones sean más rentables y, por lo tanto, más atractivas para quienes están dispuestos a asumir el riesgo de ser detectados.

4. Razones de justicia

Se puede argumentar también que existen razones de justicia[35] que fundamentan la prohibición del *insider trading*. Así, se dice que es injusto que los administradores de una

[32] CARLTON, Dennis y Daniel FISCHEL. Op. cit. p.207

[33] Bien imponiendo la obligación de revelar toda la información adquirida por los inversionistas sofisticados o bien estableciendo un máximo de información permitida para cada inversionista.

[34] BRIS, Arturo. Do insider trading laws work?. Yale School of Management Working Paper, 2000.

[35] Ibid. p. 261

sociedad se beneficien con las ganancias de transacciones originadas en el uso de información societaria a la que tienen acceso de manera privilegiada, en perjuicio de los accionistas a quienes les pertenecería dicha información.

Se dice también que esta información «confidencial» debe obedecer y servir simplemente a fines societarios. Sin embargo, estas afirmaciones parecen dejar de lado que los individuos son maximizadores y que por lo tanto, optan por lo que consideran mejor para ellos, es decir, por lo que les trae mayores beneficios. Dado que los individuos son maximizadores, los derechos inicialmente asignados se transfieren al que los valore más. Por lo tanto, la propiedad sobre la información societaria se transferirá a los administradores de la misma sólo si es que éstos valoran dicha información en por lo menos una unidad más que lo que la valoran los accionistas.

Esto no hace más que demostrarnos que sin la innecesaria ayuda del estado, los accionistas pueden actuar en función de sus propios beneficios y determinar si consideran «justo» o «injusto»[36] que sus administradores ganen con el uso de información confidencial.

¿No parece que la intervención del estado para estos casos es muestra de una actitud sobreprotectora del estado[37]? ¿No son acaso los mismos individuos parte de estas relaciones los que se encuentran en mejor situación para decidir si consideran al *insider trading* injusto o no; y, por lo tanto, si lo permiten o no?

Finalmente, si tuviésemos que prestar atención a criterios de justicia para legislar, el legislador debería poner especial atención a por ejemplo el hecho que los accionistas sólo ganan con la venta de sus acciones o con las utilidades generadas, mientras que los administradores ganan sueldos cuyos montos son determinados generalmente por ellos mismos. Si un administrador gana un sueldo y un accionista no y, como si fuera poco, percibe utilidades en función de la buena o mala actuación de sus administradores, ¿no podría considerarse esto también injusto?

¿Si se permite que un administrador gane la remuneración que quiera –al margen de la generación o no de utilidades- por qué no se le puede permitir que transe con información privilegiada con la que la sociedad misma le permite transar? Las razones para una prohibición de transacciones en base al uso de información privilegiada existen; sin embargo, éstas no obedecen a criterios de justicia y deberían además ser determinadas por las mismas partes y no por el estado.

VII. CONCLUSIONES

Una prohibición del *insider trading* sólo se justificaría si se pudiera comprobar que sin una regla legal, las partes acordarían la prohibición de esta figura y que el estado tiene una ventaja comparativa para la ejecución de esos contratos. Dado que existe la posibilidad de que las sociedades se vean beneficiadas con el *insider trading*, y por lo tanto, de que acuerden permitir esta figura, no tiene sentido la prohibición de la misma, y la ventaja comparativa en la ejecución de esos contratos ya no tiene mayor relevancia.

No queda claro que no existan razones para contratar sobre el uso de información privilegiada y en esa medida no podemos establecer una regla general que la prohíba y que deje sin posibilidades a las sociedades para contratar sobre ello.

Por otro lado, no hay que dejar de lado los altos costos de fiscalización que implica ejecutar una norma de prohibición de *insider trading*. No sólo es necesario que exista un organismo supervisor encargado de velar por el cumplimiento de estas normas e imponer sanciones ante los incumplimientos de la misma, sino que además existe una sanción penal que también activa el aparato estatal, con todos los costos que ello implica. Decimos que hay que tener en cuenta estos costos de fiscalización porque precisamente ellos pueden hacer que la regulación de *insider trading* no sea eficiente.

Una cosa es prohibir una conducta, pero si los recursos de *enforcement* no son suficientes como para detectar los incumplimientos y sancionarlos, entonces estas normas no son más que normas huecas[38] que no generan mayor impacto en el mercado que el propio

[36] En realidad determinarán si consideran más o menos beneficioso –y no justo o injusto- permitir el *insider trading* en su sociedad.

[37] Esta actitud sobreprotectora, así como estos criterios de justicia son los que se encuentran detrás de la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en el mercado de valores. La regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición tiene como una de las finalidades más importantes, la posibilidad de que los accionistas minoritarios participen de la prima de control, asumiendo que es injusto que sólo los mayoritarios o los que tienen el control de la sociedad se beneficien de ella.

[38] COX, James, Robert HILLMAN y Donald LANGEVOORT. «Securities Regulation. Cases and Materials». Aspen Law & Business, 2001. p. 1004.

de la generación de costos de transacción, principalmente, costos de fiscalización, impacto que no es minúsculo sino que encarece las transacciones del mercado de valores.

Si la legislación del mercado de valores debe buscar la eficiencia de las transacciones, los legisladores deberían buscar una forma más barata de hacerlo porque con la regulación del *insider trading* sólo generan gastos para el estado, y en último término para los mismos participantes del mercado.

Creemos que el legislador debería permitir a las partes -sociedad y administradores- negociar sobre los términos de su sistema de retribución, sea cual éste fuera, y por tanto, permitir que sean ellos mismos los que decidan si desean permitir o no el *insider trading*. Lo que sí es cierto es que la mayoría de sociedades aparentemente preferirán optar por la prohibición del *insider trading* y en esa medida, una opción legislativa podría ser la de prohibir el *insider trading* a menos que la sociedad determine en su estatuto o por medio de acuerdos, ambos públicos para el mercado, que desean permitir este tipo de transacciones.

Ante esta opción legislativa, si una sociedad «X» no se pronuncia al respecto, se entiende que el *insider trading* está prohibido y que por lo tanto, los administradores de dicha sociedad no pueden negociar sobre la base de información privilegiada a la que tienen acceso. Sin embargo, dado que éste es un derecho de la sociedad, también se le otorga a la misma, la posibilidad de transferirlo a sus administradores y pactar el *insider trading* como un mecanismo de retribución para los mismos. Eso sí, para que esto opere, este mecanismo o forma de retribución debe ser pública y por lo tanto, el mercado debe estar informado de que los administradores de esa sociedad pueden negociar con valores de la misma sobre la base de información privilegiada a la que tienen acceso[39]; y, por lo tanto, cada vez que salga un director a comprar valores de la sociedad en la que trabaja como director, el mercado sabrá que esa es una señal de que las cosas van a mejorar para esta sociedad. Sólo de esta manera se puede lograr el alineamiento de intereses –entre inversionistas, accionistas y administradores de la sociedad- que mencionáramos líneas arriba.

No debemos olvidar que contrariamente a lo que muchos legisladores parecen opinar, la legislación debería fomentar las transacciones y no impedirlas. Por ello, debería tener presente que una sociedad no es precisamente una familia de mafiosos.

Si el lector tiene buena memoria y ha leído o visto «El Padrino», recodará que el día de la boda de Connie, Kay le pregunta a Michael a qué se dedica su padre, a lo que Michael contesta que es como cualquier persona poderosa, como un presidente o un senador. Kay responde que eso es una ingenuidad pues los senadores no matan gente. Michael esboza una sonrisa y contesta: ¿Quién es el ingenuo? Los senadores en el caso de El Padrino, así como los legisladores del mundo real, son individuos que por ostentar gran poder, pueden ocasionar grandes perjuicios a los ciudadanos.

El mundo de la mafia es duro, y por ello Tom Hagen, *Consigliere* de la Familia Corleone, dice que los hombres necesitan de un padrino. Felizmente, a diferencia del mundo de la mafia, el mundo de las sociedades y de quienes están detrás de ellas, los accionistas, no es tan duro, pues siempre existen mecanismos de defensa disponibles. En este mundo, no necesitamos que el estado funja de nuestro padrino, nos basta y sobra con un padre.

M. Miranda

[39] Como ya lo mencionáramos, esto se puede hacer por medio de una cláusula estatutaria o por medio de acuerdos que deberían ser informados al organismo regulador para que éste lo informe al mercado. Claro está que ello en el caso de que exista organismo regulador. La necesidad o no de un organismo regulador es un tema que se presta por sí sólo a una investigación aparte.

DUANY & KRESALJA
ABOGADOS

Central telefónica: 241 4545
Fax: (51.1) 4451677
dkbufete@duakre.com.pe
dkpin@duakre.com.pe
dkcorporativo@duakre.com.pe
duakre@terra.com.pe

Dirección: Av. Reducto 1534 - Miraflores - Lima 18 - Perú

LA DECISIÓN POR ACCIDENTES: UNA APROXIMACIÓN A LA ASIGNACIÓN OBJETIVA DE COSTOS*

Guido Calabresi**

Si bien podría parecer deseable la proscripción de las actividades que encierran cierta potencialidad de causar accidentes, todas las sociedades modernas permiten la realización de algunas de éstas por su utilidad social. En el presente artículo el autor parte de examinar esta «decisión por accidentes» a la luz de fines del «derecho de accidentes» como la compensación y disuasión, para luego realizar un interesante análisis del problema de los costos involucrados en los accidentes. El profesor Calabresi propone, alejándose de un sistema de responsabilidad por culpa, un marco teórico de responsabilidad objetiva.

* El presente artículo fue originalmente publicado en el Harvard Law Review, Vol. 78, 1965, pp. 713-745, bajo el título: «THE DECISION FOR ACCIDENTS: AN APPROACH TO NONFAULT ALLOCATION OF COSTS». La traducción fue realizada por Gerardo Solís Visscher.

**Profesor de Derecho, Universidad de Yale. B. S., Yale, 1953; B. A., Oxford, 1955; LL. B., Yale, 1958; M. A., Oxford, 1959. Gran parte de este artículo se encontraba en borrador antes que los profesores Blum y Kalven de la Universidad de Chicago pronunciaran sus extremadamente provocativas conferencias Shulman en Yale; este artículo fue escrito en su totalidad antes que las conferencias estuvieran disponibles en BLUM & KALVEN. «Public Law Perspectives on a Private Law Problem–Auto Compensation Plans» 31 U. CHI. L. REV. 641, 1964. En consecuencia, si bien me referiré de cuando en cuando a su trabajo, no he hecho ningún intento en este artículo por refutar directamente todos sus reveladores argumentos. En vista de la exhaustiva bibliografía sobre el tema general de este artículo, disponible en GREGORY & KALVEN. «CASES ON TORTS» en xlix-lii, 689-786, 1959, y actualizada por BLUM & KALVEN, *supra*, en 642 n.2, he excluido las notas a pie de página puramente bibliográficas. Para cuando este artículo aparezca otro importante trabajo sobre este tema estará disponible. KEETON & O'CONNELL. «Basic Protection–A Proposal for Improving Automobile Claims Systems» 78 HARV. L. REV. 329, 1964.

I. INTRODUCCIÓN

Asumo que la principal función del derecho de los accidentes es compensar a las víctimas y reducir el costo de los accidentes. Aquellos beneficios fortuitos, tales como proveer ingresos más elevados a un mayor número de abogados y agentes de seguros sólo son efectos benéficos colaterales. La noción de que el rol del derecho de los accidentes es castigar a los causantes del daño no puede ser seriamente considerada. Cualquiera sea la función que deseemos imputar a las penas en el derecho penal, no podría ser aplicada a los litigios civiles por accidentes. Aun cuando las tradicionales distinciones entre la culpa legal y la culpa moral y entre el daño y el grado de culpabilidad, que prevalecen en la responsabilidad civil extracontractual, no puedan demostrar esta proposición, sí lo logra el predominio de los precios de los seguros, fijados sobre la base de categorías que difícilmente guardan relación con el bienestar de los asegurados.

Pero tampoco se puede decir que la reducción de los costos de los accidentes supone una compensación equitativa para las víctimas, porque la «compensación» en tanto objetivo significa simplemente que es más deseable que los costos de los daños sean pagados por personas distintas de aquellas que han sufrido el daño. Esto es así porque si son varios quienes pagan el costo de un accidente, o si es uno solo pero paga a lo largo del tiempo, se reducen los costos sociales de los accidentes[1]. Ésta es la base de la teoría de la difusión de las pérdidas. Inclusive cuando dicha difusión no se presente –y ello supone que pague la persona con mayores recursos– se puede decir que el efecto de reducción de costos ocurre. Pues cuando los que tienen mayor capacidad para pagar pagan, consideramos que se presentan menos efectos secundarios indeseables[2].

Pero no es seguro que necesariamente tales efectos secundarios se produzcan. No debería sorprendernos, por eso, que encuentren aceptación las teorías que sostienen que los peligros públicos, como los accidentes, deben ser cubiertos gravando a los de mayor riqueza; toda nuestra estructura de pagos por otros riesgos públicos, como la defensa, se basan en la presunción de que habrá menores costos sociales secundarios si los ricos pagan la mayor parte del precio.

Pero la reducción del costo de los accidentes se asocia normalmente con la reducción del número de accidentes o de los costos de aplicar las leyes que los regulan[3]. Equiparar estos objetivos con los ahorros obtenidos por la difusión de la compensación sería confuso. Por esta razón, la compensación y reducción de los costos de los accidentes serán tratadas por separado.

Gran parte de los académicos contemporáneos ha asumido que la compensación es el propósito principal del derecho de los accidentes. Si este fuera el enfoque adecuado, no habría justificación alguna para limitar la compensación por accidentes y para no ampliarla a casos como enfermedad, ancianidad y todos los problemas del planeta. Desde luego, difundimos la compensación un poco más allá de los accidentes, pero sólo lo hacemos hasta cierto límite. ¿Por qué la

[1] CALABRESI. «Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts» 70 Yale L. J. 499, 517-19, 1961. En el presente artículo, el uso de términos como «costo», «más barato», «costear», y «socialmente más caro» es sumamente descuidado desde el punto de vista de cualquier economista; he usado los términos en esta forma poco rigurosa en un intento por hacer comprensible a los no economistas este artículo. Este intento puede ser desacertado pero creo que es esencial. No sería muy difícil traducir estos términos a sus relativamente precisos significados económicos. Sin embargo, no lo he hecho regularmente en las notas a pie de página porque haría al artículo menos ameno de lo que es. Algunas definiciones apropiadas pueden ser encontradas en mi artículo, *supra* en 503-04 nn.15 & 18.

[2] *Id.* en 527-28.

[3] El costo de la aplicación de las leyes de accidentes es hasta cierto punto el control que nos dice si algún sistema de reducción de costos totales vale la pena, o si no estaríamos mejor con un sistema menos efectivo, pero más barato.

compensación por enfermedad –inclusive en países de alto bienestar– es menos completa que la compensación en caso de accidentes? ¿Y por qué aun cuando en el campo de los accidentes se usan métodos que logran el grado adecuado de difusión de la compensación, sería calamitosamente deficiente que la difusión de la compensación fuera el único objetivo? Si el tipo de reducción de costos que nos ocupa, fuera exclusivamente aquél llevado a cabo mediante la reducción de costos secundarios –disfunciones sociales y económicas– entonces el único sistema eficiente sería uno generalizado de seguro social que cubra todos los casos de daños severos[4].

La respuesta es que los accidentes no son equivalentes a las enfermedades. Hay maneras de reducir los costos primarios de los accidentes –su número y gravedad– que deben ser una meta importante de cualquier sistema legal. Una manera de hacerlo es desalentando las actividades riesgosas, de tal forma que sean sustituidas por actividades más seguras. Otra es incentivar la toma de precauciones durante la realización de cierta actividad[5]. «Actividad» y «precaución» no son, por supuesto, conceptos excluyentes entre sí. Los conceptos tienden a fundirse en uno solo si la actividad es definida de forma estricta y la precaución de manera amplia. La actividad de manejar no necesita ser negligente para que se generen inevitablemente cierto número predecible de accidentes. El manejar sin frenos por un cruce congestionado se considera una negligencia y no una actividad. Entre estas situaciones bastante claras se encuentran casos intermedios difíciles de definir, como navegar sin radar. Además, una actividad puede ser propiamente definida como la realización de algo por un grupo actuante, que puede tender a realizarse negligentemente. Tratar los problemas del derecho de los accidentes como actividades y no como conductas negligentes es el primer paso hacia un sistema racional de asignación de recursos. La pregunta es hasta qué punto debe ser nuestro objetivo un sistema económico racional.

II. LA NATURALEZA DE LA DECISIÓN POR ACCIDENTES

No es deber de nuestra sociedad el preservar la vida a cualquier costo. Este concepto, algo desagradable, debería ser obvio en su sentido más amplio. Las guerras, por ejemplo, siguen llevándose a cabo. Pero lo más interesante en el estudio del derecho de los accidentes, aunque quizá igualmente obvio, es que las vidas son usadas cuando el *quid pro quo* es «la conveniencia» y no algún abstracto principio moral. Se siguen llevando a cabo empresas que, estadísticamente, representan un costo en vidas humanas. Construimos un túnel bajo el Mont Blanc, por ejemplo, porque es vital para el Mercado Común Europeo y reduce ostensiblemente el tiempo de Roma a París, a pesar de que se sabe que un hombre va a morir por cada kilómetro construido. Viajamos en avión o en carro en vez de utilizar medios más lentos pero más seguros. Y quizás lo más revelador, usamos equipos relativamente seguros en vez de los más seguros imaginables porque –y no es una mala razón– los más seguros cuestan demasiado[6].

Por supuesto, rara vez se sabe quién va a morir. De hecho, en el inusual caso de un individuo identificado –que no sea tan solo una estadística- que está entre la vida y la muerte, estamos dispuestos a gastar lo que sea para salvarlo. Y aunque no discuto que deba ser así, resulta extraño que debamos rechazar la aplicación de los mismos estándares de «valor por encima de cualquier precio» cuando se trata de la vida del mismo hombre, pero considerado como parte de una estadística. Pero extraño o no, es así.

La decisión de sopesar la vida contra el dinero o la conveniencia no es una decisión puramente económica. La decisión de construir el túnel bajo el Mont Blanc no se basa únicamente en si el recaudamiento por peaje podrá permitirnos recuperar los costos de construcción, incluida la compensación por los fallecidos y mutilados. Tampoco lo es la

[4] Puede, desde luego, haber objeciones políticas perfectamente respetables a tal sistema de seguro social, a pesar del cuerdo que la meta principal es la compensación y a pesar del hecho que el seguro social es la forma más barata de alcanzarla.

[5] Pero la desincentivación de las actividades riesgosas y el fomento de la toma de precauciones durante el curso de una actividad no son los únicos fines del sistema; como hemos visto previamente, la compensación es un fin de igual importancia. Como consecuencia bien podríamos no querer llegar tan lejos como de otra forma habríamos llegado en tratar de reducir los costos primarios de los accidentes si esto sería alcanzado a expensas de la compensación.

[6] Debería ser evidente que aunque algunas de estas actividades causantes de accidentes también resultan en las de disminución de los accidentes (el túnel del Mont Blanc bien puede salvar más vidas, que las que tomó construirlo, al disminuir las víctimas del tránsito), esta explicación no se acerca a la justificación de la mayoría de actividades causantes de accidentes. Así, los pasos a nivel son permitidos debido a que son baratos, no porque salven más vidas que las que toman.

decisión de permitir la prostitución basada únicamente en que pueda pagar por su existencia. Este tipo de soluciones nunca han sido aceptadas. En realidad, fueron rechazadas incluso por los más clásicos de los economistas clásicos, aunque consideraron necesario explicar el rechazo en términos de una teoría que fuera tan estrecha o amplia como cualquier sociedad se preocupe por hacerla[7]. El verdadero problema es qué tantas veces puede permitirse una decisión, a favor o en contra de una actividad, sin considerar si puede pagar por su existencia. Tales decisiones operan, por un lado, para crear subsidios para algunas actividades que no podrían mantenerse en el mercado y, por otro, para obstruir algunas actividades que sí pueden hacerlo. La frecuencia con que se toman decisiones para pasar por alto el mercado nos da una idea de la naturaleza de una sociedad –estado de bienestar o *laissez faire*. Lo que es evidente es que, virtualmente en todas las sociedades, se toman estas decisiones para rechazar el mercado, pero tan sólo algunas veces.

Normalmente, en el campo del derecho de los accidentes la decisión de cambiar vidas por dinero o conveniencia, algunas veces se toma política o colectivamente sin sopesar el valor monetario de las vidas frente al valor monetario de la conveniencia, y algunas veces se toma en función de estos valores a través del mercado. Las razones para esta variación no son totalmente razones de principio. Los grandes problemas morales nos conducen a determinaciones políticas. Estas cuestiones deben decidirse de la manera política que nuestra sociedad decide las cuestiones morales. Pero hay cuestiones que difícilmente pueden decidirse de manera colectiva, como elegir entre «una cortadora de césped giratoria frente a una de aspas» o «un método para hacer acero frente a otro». Por una razón, ocurren demasiado a menudo. Cada elección de un producto encierra una decisión que considera la seguridad y el gasto. Los casos dramáticos se resuelven políticamente. Se prohibe la venta generalizada de algunos fuegos artificiales sin importar la habilidad o el buen deseo del fabricante de pagar todos los daños resultantes. Pero no podemos preocuparnos por todas las cuestiones involucradas en todas las actividades, a través del proceso político. Para la mayoría, el mercado sirve como un campo de prueba preliminar. Un fabricante es libre de emplear un proceso que ocasionalmente cause muertes o mutilaciones, si demuestra que los consumidores desean su producto de tal modo que compensa a los que daña e inclusive les genera ganancias. Los economistas dirían que, con excepción de las pocas áreas de decisión colectiva, el mercado es la mejor manera de decidir si la actividad vale la pena.

Lo único que esto nos muestra, de cierta forma distinta, es que una de las funciones del derecho de los accidentes es reducir el costo de los accidentes mediante la reducción de las actividades propensas a causarlos. Las actividades se hacen más caras y, por ende, menos atractivas. En los casos extremos, sobrepasan el precio de mercado: el mercado elimina entonces una actividad que podría ser útil, porque causa muchos perjuicios.

Desde que la menor subdivisión práctica de una actividad ha sido definida tan extensamente como cualquier forma particular de conducta que puede ser catalogada de culpable, se podría sostener que sería demasiado tratar de conseguir la disuasión de las actividades, en lugar simplemente de tratar de eliminar la conducta responsable de los accidentes. ¿Por qué no se prohibe conversar mientras se maneja por una avenida congestionada en lugar de buscar disuadir el manejo en general? ¿Por qué desalentar actividades perfectamente provechosas cuando existe un derecho de accidentes basado en la culpa, que fiscaliza las conductas particularmente indeseables?

Tales preguntas asumen dos premisas: que podemos diferenciar la conducta indeseable que causa los accidentes de los costos que ocasiona, y que podemos desalentarla a través del derecho de los accidentes basado en la culpa. La primera de estas proposiciones no es totalmente irracional. Hay actividades que prohibiríamos en nuestra sociedad, sin importar la voluntad del causante por pagar el daño causado. A estos actos los llamamos «inútiles»[8], y sentimos que no hay pérdida social cuando se les disuade específicamente. Pero ciertamente, aunque algunas de estas actividades pueden ser aisladas, todavía hay un gran número indeseables porque causan accidentes y, por lo tanto, si las personas

[7] Ver, por ejemplo, PIGOU. «THE ECONOMICS OF WELFARE», cuarta edición, 1932.

[8] Este es, desde luego, un uso interesante de palabras. Manejar sin tener una inspección, como manejar borracho y la prostitución, sin duda tiene sus adherentes. Ellos están —asumamos— dispuestos a pagar por los accidentes que causan, sin embargo como sociedad hemos dicho que ellos no pueden optar y prohibimos la actividad de todas formas. Llamamos a la actividad sin valor y decimos que no hay perjuicio social en su proscripción, no porque no tenga valor, sino porque no aceptamos opiniones individuales que establezcan un valor determinado.

supieran el costo de estos accidentes, preferirían abstenerse de la actividad, en vez de pagar los costos. Creo que la discusión sobre la «decisión por accidentes» ha aclarado esto.

Estos actos o actividades a los que llamamos inútiles, encajan en dos categorías. La primera incluye las actividades en las que el que las realiza tiene suficiente control sobre el acto, por lo que las sanciones penales son apropiadas. Si estas penas se aplican correctamente, serán más efectivas en disuadir que el sistema de culpa. La segunda incluye actividades en las que el que las realiza no tiene control suficiente, por lo que las sanciones penales se vuelven inadecuadas. El número de actividades que se sitúa dentro de esta categoría es incierto, pero de hecho es aquí donde el sistema de culpa tradicional puede ser relevante. La interrogante, entonces, es ¿podemos desalentar tales actividades más efectivamente por un medio distinto del sistema de culpa que, junto con los seguros, eleva en algo los costos para los que se inclinan por realizar estos actos? Sugiero, sin ser original, que un sistema de multas por agravios no asegurables que grava a los causantes del acto «inútil», junto con la responsabilidad objetiva, realizaría una mejor tarea en la disuasión de este tipo de actividades sin valor.

Esto deja de lado aquellos actos o actividades que, como sociedad, no estamos preparados a considerar sin valor –aquellas actividades que, sujetas a reconsideraciones y modificaciones políticas, deseamos que se realicen siempre y cuando cubran sus costos de accidentes. Desearía sugerir, aunque no es crucial para mi análisis, que estos incluyen el grueso de las decisiones en cuanto a accidentes. A pesar de la formulación de Learned Hand, que señala que la negligencia es un balance del «peligro de una actividad» frente a aquello que debe entregarse para evitarlo[9], resulta claro que un sistema de culpa está diseñado sólo para tratar casos de conductas «inútiles» y no con intereses más sutiles, vinculados con la medición del peligro y el valor de una actividad[10]. La mejor manera de calcular el límite para tales actividades es por una decisión de mercado, basada en el precio relativo de cada una de las actividades y los de sus sustitutos, en los casos en que cada una pague los costos de los accidentes que causan. Esto se puede realizar a través de un sistema de responsabilidad objetiva, transfiriendo los costos de los accidentes a las actividades, de acuerdo con su retación con los accidentes. En contraposición, nuestro sistema de culpa con seguro transfiere los costos de los accidentes, no de acuerdo con el número de accidentes que causa, sino de acuerdo con el número de accidente que causa en los que ciertos indicios predeterminados de culpa se pueden atribuir a la actividad. Esto trae como consecuencia la disuasión sólo de los accidentes culposos en un área en la que, por hipótesis, estamos interesados en disuadir las actividades debido a los accidentes que causan y no a sus implicancias morales.

En conclusión, la tarea de la disuasión de accidentes se realiza con mayor eficiencia a través de sanciones penales dirigidas a desincentivar conductas inútiles, junto con un sistema de responsabilidad objetiva[11]. De cualquier manera, todavía existen dos importantes cuestiones a determinar. La primera, es que debemos saber cómo asignar el costo de los accidentes entre actividades competidoras que causen accidentes. El mercado no nos va a ayudar a desalentar tales actividades, a no ser que tengamos una

[9] Conway v. O'Brien, 111 F. 2d 611, 612 (2d Cir. 1940), *rev'd on other grounds*, 312 U. S. 492, 1941.
[10] Ver Erickson v. Walgreen Drug Co., 120 Utah 31, 232 P.2d 210, 1951.
[11] Tal responsabilidad objetiva, no nos impide en absoluto hacer opiniones colectivas en contra del mercado –ni de prohibir actividades que aparentemente pueden pagar su parte o subvencionar algunas que aparentemente no. Por ejemplo, asumamos que bajo un estándar de culpa disuadimos a jóvenes entre 18 y 25 años de manejar porque ellos causan en proporción más accidentes que otros grupos de conductores cuando ellos están haciendo algo que actualmente calificamos de «culposo». Asumamos además que, en proporción las personas mayores de 60 años se encuentran involucradas en el mismo número de accidentes –pero que actualmente no pagan tanto en seguros porque sus accidentes no son «causados por su culpa». Un sistema objetivo pondría a los dos grupos en categorías de seguros similares. Para comenzar, pocas personas mayores de 60 años podrían permitirse manejar. Si nuestra preocupación fueran los accidentes –en vez de nociones metafísicas o morales de culpa
– este sería un buen resultado. Pero en este punto podríamos sentir –colectivamente– que manejar, al menos en ciertas edades, es demasiado importante y que se les debe permitir manejar a los miembros individuales de nuestra sociedad, puedan o no costearlo, o –lo que es en realidad lo mismo– que estas personas manejen es tan importante para nuestra sociedad en conjunto que no podemos dejar que el mercado les impida manejar a pesar de su propensión a los accidentes. Si así fuera, habríamos como grupo, políticamente, tomado una decisión por los accidentes –revirtiendo la presión del mercado en contra de ellos– al subsidiar los grupos que deseábamos que manejen *a pesar* de su historial de accidentes. Pero al hacer esto también deberíamos enfrentarnos a la pregunta sobre cuántas clases de personas desearíamos subsidiar. Podríamos concluir que si bien los conductores entre 21 y 25 años y, 60 y 70 años deben ser subsidiados, los conductores entre 18 y 21, y aquellos mayores de 70 años no vale la pena subsidiarlos. La importancia de hacerlos manejar no justificaría anular la disuasión del mercado, resultado de su propensión a los accidentes.

manera de decir a quién cargar y con qué porción por el costo de los accidentes. El segundo problema no es menos confuso. Inclusive si sabemos qué actividad causa qué accidentes, no es suficiente decir que desalentaremos esa actividad haciéndola sufragar el costo de ese accidente. Necesitamos decidir en qué consiste el costo de un accidente. Y esto no es tan simple como parece. ¿Es sólo la pérdida económica, o es también el dolor y el sufrimiento, o el precio requerido para comprar una víctima voluntaria? Si el mercado es el que nos va a decir si queremos una actividad a pesar de sus costos de accidentes, debemos calcular los costos correctamente. Son estas dos cuestiones cruciales las que, en orden inverso, deseo considerar a continuación.

III. QUÉ COSTOS DEBEN SER INCLUIDOS

Asumiendo que siempre se puede conocer la actividad responsable por cada accidente, entonces el primer problema es determinar el costo del accidente. Esto se simplifica cuando se trata de costos económicos –costos tales como daños a la propiedad, que se pueden calcular de acuerdo con el valor de mercado. A pesar que persisten los problemas para determinar los costos exactos, al menos no hay discusión respecto de la materia a calcular. En realidad, si los daños económicos fueran los únicos costos de accidentes, entonces no habría objeción para una completa actuación del mercado. Si construir un túnel bajo el Mont Blanc costara X millones de liras en daños a la propiedad –y sólo en daños a la propiedad– la construcción sería deseable si fuera atractiva para los inversionistas que toman estos costos en cuenta.

Una excepción frente al dominio del mercado surgiría en áreas donde un componente del daño involucre valores no económicos. Por lo tanto, antes de que una «molestia» que pueda cubrir sus daños continúe, se debe llegar a una decisión política o judicial que determine si vale la pena seguir. Una prueba de mercado que demuestre que una actividad puede pagar por la propiedad que destruye, no necesariamente demuestra que podría pagar por los valores no económicos que destruye[12].

Hay tres maneras de determinar si se le debe permitir a una actividad destruir valores no económicos: decisión política o judicial (el gobierno debe tener poderes de expropiación; el túnel de Mont Blanc es deseado pero debe pagar los costos económicos de los daños); juicio de mercado basado en una conversión preliminar de los valores no económicos a montos en dólares (dejando que el jurado decida el costo del dolor y sufrimiento, así como las horas de trabajo perdidas; si el túnel se puede pagar, entonces que se haga el túnel); o una combinación de las dos. Por lo tanto, podría haber en algunos casos una decisión política que indique que vale la pena permitir una actividad siempre que ésta cubra el costo de mercado de algunos o todos sus costos de daños no económicos (según la estimación que haga el jurado). En otros casos, la decisión puede ser que a pesar de que una actividad cubre una estimación de estos costos no económicos, debería ser prohibida debido a que no es considerada lo suficientemente buena, dada nuestra suspicacia frente a la estimación por parte de un jurado de estos valores no económicos.

En realidad, nosotros usamos los tres métodos en distintos grados y áreas. Vale la pena considerar un poco más de cerca la naturaleza de esta combinación de determinaciones en lo que respecta propiamente al costo de un accidente. La confusión al realizar tales determinaciones es causada por un factor, quizá irrelevante, pero humanamente abrumador: la compensación. Digo que quizá sea irrelevante porque no hay razón a priori por la cual el hecho de que un hombre obtenga compensación por el dolor y sufrimiento deba estar subordinado a si la actividad que causó el accidente va a pagarle los costos. Los daños por dolor y sufrimiento podrían recaudarse y no ser entregados a las víctimas, o pueden no ser recaudados de los causantes de los accidentes, y aún así pagarse a las víctimas a través de un fondo de seguro social. La pregunta de si es socialmente deseable, en términos de una adecuada asignación de recursos (el correcto grado de desaliento de actividades que causen accidentes) que la actividad pague por el dolor y sufrimiento que causa, está lógicamente separada de la pregunta respecto a si algún equivalente monetario de dolor y sufrimiento debe ser trasladado o dejado a su suerte[13].

[12] Supuestamente esto es debido a que reconocemos que la propiedad tiene algunos valores no económicos que queremos proteger. Esto no significa, sin embargo, que deseamos hacer que un adquiriente que tiene una utilidad social equivalente (una molestia que «vale la pena» o el gobierno en un eminente procedimiento de dominio) pague por este valor no económico.

[13] Esto es así a menos que, desde luego, dejar los costos de dolor y sufrimiento u otros tipos similares de daños en la víctima sea esperado que afecte el comportamiento y actividades de la víctima en un «propósito de asignación de recursos».

Asumiendo que los problemas de compensación y asignación de costos pueden ser separados, el problema de qué costo debe asumir una actividad debe ser enfocado en términos de la función de la asignación de costos en el desaliento de las actividades que causan accidentes. La función no es abolir todas las actividades que causan accidentes. Por el contrario, es lograr que el precio de los productos o actividades reflejen más de cerca sus verdaderos costos. En otras palabras, los costos de los accidentes de fabricar objetos de aluminio deben ser puestos sobre los fabricantes de estos objetos, y los costos de accidentes por la fabricación de objetos de acero deben ser asignados a estos últimos, de tal manera que los consumidores puedan decidir sobre la base de un panorama general de lo que cuesta tener cada uno, y cuánto quieren de cada uno.

He descrito, en alguna otra parte, los postulados éticos y económicos que sustentan la noción de que el mejor producto combinado es obtenido cuando las decisiones de producción son hechas sobre la base de la elección del consumidor, fundada en precios que reflejan los costos, incluso los de accidentes de productos que compiten[14]. También he señalado que estamos ampliamente comprometidos con estos postulados éticos y económicos. No repetiré tal discusión aquí. Basta asumir que una mejor combinación de producto y actividad será lograda si el precio de los bienes y de las actividades reflejan lo que consideramos que son los costos verdaderos que imponen a la sociedad.

Esta presunción conlleva una determinación de: a) cuáles son los costos de un accidente y, b) si una actividad va a ser permitida (i) si cubre sus costos económicos, (ii) sólo si «compra una víctima voluntaria», (iii) si cubre tanto costos económicos como no económicos. Y describe un sistema en el que los costos que las personas consideran relevantes en torno a la decisión entre objetos de aluminio y de acero, debe incluirse en los costos de fabricación de cada uno.

Supongamos, por ejemplo, que mi automóvil es destruido en un accidente. A pesar de que su valor de mercado fuera sólo de 100 dólares, me sentía fuertemente vinculado a él, pues me lo regaló mi tía Euforia. ¿Debería el precio de conducir reflejar la destrucción de este valor sentimental? ¿Sentimos, al escoger entre manejar mi automóvil o tomar un tren, que el hecho de que manejar destruye en mayor medida aquellos valores sentimentales que los trenes, es algo de lo que deberíamos estar más conscientes? ¿Acaso es algo que tan profundamente deseamos saber como para asumir el costo de estimar en mil y un accidentes con la finalidad de hacerlo parte de la diferencia del precio relativo entre manejar y tomar trenes?

Aun cuando este ejemplo parezca tonto, sirve para demostrar que cierto tipo de daños no económicos no son tratados normalmente como costos. Otros, como el dolor y el sufrimiento son tomados en cuenta cuando se considera el costo de un accidente. La decisión entre éstos depende de una especie de juicio colectivo. Cuando el gasto de estimar el costo para la sociedad de algunas clases de daños no económicos es considerado razonable, entonces este costo es calculado e introducido en el precio relativo de las actividades.

El procedimiento de cálculo que ha sido adoptado indica un cierto grado de falta de confianza en la exactitud de una conversión de valores no económicos a un monto en dólares. Primero, se toma una decisión política o judicial para saber qué costos no vale la pena considerar. Luego un jurado, generalmente considerado como la institución más representativa del juicio colectivo, evalúa en cada caso el valor de los costos no monetarios. De esta forma, permitimos una revisión *ad hoc* de la decisión política[15]. Las limitaciones son necesariamente inherentes a esta casual manera de decidir cuáles son los verdaderos costos y sus montos, así como el hecho de que la decisión debe estar influenciada por el gasto de evaluar estos costos no monetarios, sirve para explicar por qué al mercado sólo se le permite operar hasta cierto límite al tomar una decisión a favor o en contra de los accidentes.

El valor no monetario de mi hogar destruido, por ejemplo, puede ser bastante real. Pero este valor no debe ser considerado cuando el costo de la evaluación sea tan grande que el precio relativo se vea seriamente influenciado por incluirlo[16]. La única alternativa es tratar de

[14] CALABRESI, nota 1 *supra*.

[15] En la práctica, además, tanto la decisión política original como la revisión *ad hoc* del jurado son hechas con el conocimiento de que la compensación depende del juicio. Esto probablemente tiende a enfatizar la pregunta si el costo real está involucrado. Esto es, tiende a dramatizar las consecuencias de conceder un costo no económico, y por consiguiente de hacernos pensar dos veces antes de decidir que el costo no vale el cálculo y la inclusión del precio relativo de las actividades.

[16] Técnicamente, la asignación de recursos sería aun menos adecuada si el costo fuese calculado e incluido, que si no.

decir al principio, colectivamente, si es que se puede pagar este valor, ignorando el costo de evaluación. En realidad, esto es lo que hacemos cuando decidimos prohibir algunas actividades causantes de accidentes, a pesar de que puedan cubrir sus costos económicos, e inclusive el valor estimado en dólares del dolor y sufrimiento que causen.

No es necesario mencionar que muchas decisiones son adoptadas en sentido contrario. Manejar está permitido siempre y cuando los conductores puedan pagar las pérdidas económicas, junto con una gran cantidad de pérdidas no económicas.

A pesar que ni siquiera entonces la actividad grava la totalidad de sus costos, el cálculo adicional es simplemente demasiado caro para ser llevado a cabo. Se asume, por decisión colectiva, que a medida que estas pérdidas no incluidas son mayores que aquellas de las actividades competentes, manejar es un valor no económico no computado, suficientemente grande como para cubrir las pérdidas[17].

IV. ¿QUÉ ES UN COSTO DE QUÉ ACTIVIDAD?

La dificultad en decidir cuáles son los costos relevantes es aparente. Cuando se combina con el problema de decidir qué costos se asignan a qué actividad, el juego de disuadir actividades competitivas causantes de accidentes haciendo que sus precios reflejen sus costos totales y dejando que el mercado decida, parecería no valer la pena. ¿Por qué a veces se piensa que un paro cardíaco es causado por un accidente automovilístico y otros por la ocupación de la víctima? ¿A quién se debe atribuir el accidente automovilístico, al peatón o al conductor? A pesar de lo comunes que estas preguntas puedan parecer, no están dirigidas a buscar las causas últimas. Por el contrario, deben ser tomadas en términos de un sistema contable de costos sociales[18], en los que las actividades asumen sus costos para conseguir una mejor asignación de recursos.

La metodología utilizada en la obtención de los costos de los accidentes de una actividad es engañosamente simple. El costo de cualquier actividad «A», incluye el agregado de costos en los cuales sólo «A» está involucrado y alguna parte de los costos de todos los demás accidentes en los que «A» está involucrado junto con otra actividades. Resolver el problema resulta más complejo. Una solución requiere que los criterios sean utilizados para prorratear los costos de un accidente entre las actividades que los causaron. No existe una fórmula para asignar los costos entre las empresas involucradas, así como no hay una para asignar los costos fijos entre actividades que comparten las mismas facilidades. Uno se limita a especular sobre la base de los objetivos del sistema, tal y como lo hacen quienes calculan los costos y las agencias reguladoras. Cuando se expande el sistema a toda la sociedad, los objetivos se vuelven más difíciles de definir y las especulaciones tienen mayor probabilidad de error. Quien calcula los costos de una compañía petrolera no necesita estudiar el efecto económico de comprar el equipo extra necesario para recuperar gasolina y petróleo. Un estudiante de derecho de los accidentes no puede desatender a priori los efectos que tiene desalentar a manejar sobre caminar, viajar en ómnibus o montar bicicleta.

A. Situaciones de negociación

Por suerte, existen algunas situaciones en las que no importa cuál entre dos actividades asume inicialmente el costo de un accidente, pues al final el costo afectará el comportamiento de ambos. En teoría, estas son las situaciones en las que dos o más actividades, que posiblemente causan accidentes, están relacionadas por medio de la negociación[19].

Para utilizar un ejemplo de los libros más elementales de responsabilidad civil, no importa si el dueño del muelle o del barco (en Vincent vs. Lake Erik Transp. Co.)[20] es considerado responsable por el daño causado al muelle por una tormenta inesperada. Si el dueño del barco es responsable, el precio por desembarcar será menor; si el dueño del muelle es responsable, será mayor. En cualquiera de

[17] Esto es sólo conformarse. Fallar en incluir estas pérdidas significa que las personas manejarán más de lo que debieran; fallar en incluir incalculables beneficios no económicos significa que manejarán menos de lo que debieran. No hay garantía que las dos se nivelarán o, más importante, que se mantendrán en la misma relación entre ellas con respecto al manejo y con respecto a otras actividades que compiten con el manejo. Pero desde que calcularlas produciría, *ex hypothesi*, un sesgo mayor que no calcularlas, esto es lo mejor que podemos hacer. Luego podemos consolarnos en el conocimiento que la asignación de recursos, incluso en teoría, es un ejercicio de hacer lo mejor posible y no de alcanzar la perfección.

[18] Esta frase para describir lo que he estado denominando «asignación de recursos» o «disuasión general» fue sugerida por el profesor Alfred Conard de la Facultad de Derecho de la Universidad de Michigan.

[19] Ver BLUM & KALVEN, «Public Law Perspectives on a Private Law Problem–Auto Compensation Plans» 31 U. CHI. L. REV. 641, 695-97, 1964.

[20] 109 Minn. 456, 124 N. W. 221 (1910).

los dos casos la carga final de las pérdidas dependerá del poder de negociación de una parte con la otra –esencialmente de la facilidad con que el otro encuentre un sustituto más barato y menos propenso a los accidentes. Si la pérdida es asignada a los barcos, entonces estos intentarán minimizar sus pérdidas utilizando muelles más seguros, hasta que los propietarios de los muelles inseguros bajen sus precios de manera tal que usarlos y asumir la carga de los costos de los accidentes sea tan barato como usar los muelles más seguros. Por el contrario, si el propietario del muelle es quien asume la carga de la pérdida, entonces la minimizará instalando dispositivos de seguridad hasta el punto en que sea más barato pagar por los accidentes que seguir instalando dichos dispositivos. Lo mismo se aplicaría al caso contrario si la manera más barata para evitar pérdidas fuera construir barcos más seguros. En cualquier, caso, la forma menos cara de minimizar la pérdida será buscada y usada sin importar cuál de las partes sea inicialmente responsable.

Este tipo de argumento puede ser utilizado con diversos grados de realismo, en cualquier situación de negociación. ¿Debe colocarse el costo de un accidente industrial sobre los trabajadores o los empleadores? ¿Deben asumir los costos de los daños generados por una cortadora de césped los fabricantes o los consumidores? Los teóricos insistirán afirmando que, en términos de la disuasión general de actividades peligrosas, da igual cualquiera de las dos formas[21]. Sin embargo, sí puede constituir una gran diferencia, pero por razones que no necesitan que respondamos la pregunta de «qué costos pertenecen a qué actividades».

La primera razón para la diferencia es que uno de los dos participantes puede, en la práctica, ser mucho más hábil que el otro para evaluar el riesgo de accidentes, es decir, los costos esperados de los accidentes. Y si este es el caso, su actividad es la más adecuada para sufragar la pérdida inicial, en términos de la disuasión de actividades propensas a accidentes. Si los compradores individuales son los que reciben la carga del costo de los accidentes de la podadora, entonces no comprarán una podadora sustituta que parece más cara. Por otro lado, la industria de podadoras probablemente conoce los costos esperados de utilizarlas, de tal forma que al colocar el costo directamente en la industria, los individuos estarán advertidos de estos costos y, en consecuencia, estarán en mejor posición para elegir correctamente estar a favor o en contra de los accidentes. En caso se decidieran en contra de los accidentes (es decir, en contra de las podadoras más caras, asumiendo que el precio refleja el costo de los accidentes) existirá presión para que las compañías podadoras desarrollen dispositivos de seguridad.

La segunda razón es que quizá no les cueste lo mismo a las partes asegurarse contra las posibles pérdidas. Si la pérdida se coloca sobre aquella de las partes para la que el seguro es más costoso, un costo irreal –el costo excesivo por asegurarse– será considerado dentro del precio de los bienes. El seguro personal no modifica esto. Sólo sugiere que, ocasionalmente, una de las partes es tan grande que el no asegurarse es la alternativa más barata. Una vez más, la elección de los que asumen las pérdidas depende de cual de las partes de la negociación puede incorporar este costo, de manera más barata, en el precio de los bienes o servicios.

La tercera razón es un poco más compleja. Si al colocar la pérdida sobre una de las dos partes de la negociación se remueve todo o parte de la pérdida de ambas partes y se le coloca a partes que no tienen vínculo alguno con ellas, entonces este tipo de asignación es indeseable. Por ejemplo, si cargar el costo de un accidente de una podadora giratoria al usuario resultara, por razones políticas o sociales basadas en el deseo de compensar, en una pérdida que tendría que ser pagada por el Estado a través de un seguro social general, tal asignación de pérdidas tendería a frustrar la elección correcta a favor o en contra de las podadoras giratorias. Si, en cambio, colocar la pérdida en la compañía no resultara en tal externalización de costos, entonces habría una razón clara para colocar la pérdida en la compañía de podadoras.

El ejemplo clásico de esto es el de los accidentes industriales. Marcó una gran diferencia, en términos de la disuasión de accidentes (a pesar de la opinión de los teóricos de la época), el hecho de que los accidentes industriales fueran cargados a los trabajadores o a la industria. Esto no se debió a que, «metafísicamente», la industria siempre fuera la causa de los accidentes, más que los trabajadores, sino porque la industria podía asegurarse de forma más barata que los trabajadores y estaba mejor informada acerca de cuáles podrían ser los costos de por accidentes, y porque cargar la pérdida a los

[21] Comparar con BLUM & KALVEN, nota 19 *supra*, en 696-97.

trabajadores hubiera traído como consecuencia una externalización de buena parte de estas pérdidas. Colocar las pérdidas sobre la industria, por lo tanto, nos permitió minimizar más fácilmente las pérdidas por accidentes a través de una elección apropiada a favor o en contra de los accidentes[22].

El teórico objetaría que al colocar los costos que surgen de una negociación en cualquiera menos en la parte finalmente dañada se está compeliendo a esta última para asegurarse contra el accidente. Argumentará que al usuario de podadoras giratorias le resulta más barato que la compañía que fabrica dichas podadoras no le pague el costo de los accidentes, pues es un usuario cuidadoso y, por lo tanto, el riesgo promedio de los accidentes para él sería menor que el costo promedio reflejado en el precio. O tal vez aseguraría que es un usuario al que le interesa menos que la mayoría un dedo del pie y, por lo tanto, cuando el precio incluye el costo promedio, él está pagando de más[23].

Hasta cierto punto esto resulta cierto. La elección de un seguro personal u otras formas de asegurarse es suprimida de la parte finalmente dañada cuando en una situación de negociación el costo original es puesto en la otra parte. Pero la situación inversa es igualmente cierta, pues no hay nada que determine quién es la parte finalmente dañada. Por lo tanto, si el costo final por accidentes con podadoras se carga a los usuarios, los fabricantes estarán obligados a asegurarse con los usuarios, de la misma forma que los usuarios se verán obligados a asegurarse con los fabricantes si el costo fuera trasladado a estos últimos. Y estos mismo problemas se presentan si sobrecargamos al fabricante «más cuidadoso» a través de un seguro obligatorio. En realidad, si existe una diferencia considerable en la potencialidad de accidentes de un usuario a otro, éste sentirá dicha diferencia en el costo del producto, incluso si no se le carga el costo original[24].

Lo mejor que podemos hacer en una situación de negociación, entonces, es colocar los costos originales en la parte que pueda evaluar mejor el riesgo de tales costos en el futuro[25]. Habrá muchas situaciones en las que no importará, pues ambas partes de la negociación están igualmente informadas. Habrá otras en las que será muy difícil determinar qué parte está mejor informada y en las que regirán otras consideraciones, como el desincentivo específico o la compensación, pues el desincentivo general no constituye mayor guía ni hace mayor diferencia. Pero hay muchas situaciones en las cuales parece que sí existe una diferencia, y aquí se puede esperar que la responsabilidad recaiga sobre la parte mejor informada.

Recientemente, se ha sostenido que el mismo razonamiento puede aplicarse a una gran variedad de situaciones en las que no existe una negociación o una relación contractual entre los que originalmente soportan el costo del accidente[26]. De acuerdo con este argumento, si el costo por los perjuicios ocasionados por el humo expedido por una fábrica se colocan en el dueño de una casa cercana, en lugar de colocarlo en la fábrica, y siendo que el modo más barato para evitar esto es que la fábrica instale filtros o que reduzca la producción, y no que el vecino se mude o use una máscara para protegerse, el dueño de la casa estará dispuesto a pagarle a la fábrica para que realice las modificaciones. Por otro lado, si el costo es originalmente colocado en la fábrica y la mejor forma para minimizar pérdidas es hacer que se muden los que viven cerca de la fábrica, entonces se preferirá pagar por esta mudanza en vez de recortar la producción. De cualquier modo, se sostiene que el mercado encontrará la forma más barata para impedir o minimizar

[22] Es interesante especular sobre el efecto que la sindicalización podría haber tenido en este ejemplo «clásico». Podría ser que con la existencia de sindicatos altamente organizados, hoy no habría diferencia en muchos contextos industriales si el trabajador asumiera el costo de los accidentes industriales en vez del empleador. Incluso habría algunas situaciones, involucrando muchos empleadores pequeños y un sindicato fuerte, en las cuales el empleado sería quien mejor asuma las pérdidas iniciales.

[23] Comparar BLUM & KALVEN, nota 19 *supra*, en 697-98. Lo que no puede hacerse es lo que Blum y Kalven parecen hacer –ignorar las otras razones porque «en teoría» no importan, y sin embargo otorgar un gran peso a *esta* única razón para escoger quién asume la pérdida. Ver BLUM & KALVEN, nota 19 *supra*, en 696-98.

[24] En teoría –la misma teoría, que en efecto, sugiere que no hay diferencia en cuál de las dos partes de una negociación asume inicialmente la pérdida– esto *siempre* pasaría. Y esta es una razón por la cual en teoría no importaría quién asume inicialmente la pérdida. En la práctica, desde luego, esto sólo pasaría en casos donde hay una diferencia muy importante en el potencial de accidentes de los usuarios (asumiendo que los vendedores están para asumir la pérdida inicial). Si es más barato para los usuarios evaluar los diferentes potenciales de accidentes de los vendedores que para los vendedores evaluar el potencial de accidentes del usuario, ésta podría ser una razón para colocar el costo inicialmente en el usuario en vez de en el vendedor. Pero es una razón del mismo orden y tipo de aquellas previamente discutidas que determinan cuál de las dos partes de una negociación queremos que asuma la pérdida inicial. Como tal debe ser considerada en conjunto con las otras.

[25] Esto es en el sentido amplio definido arriba.

[26] COASE. «The Problem of Social Cost» 3 J. L. & ECONOMICS 1, 1960.

la pérdida. Y a pesar de que al final puede existir alguna diferencia entre quién es más rico y quién es más pobre, en términos de los costos generales de la disuasión se obtendrán los mismos resultados, sin importar quién reciba la carga de la pérdida inicial[27].

El argumento es esencialmente que siempre se puede establecer una relación de negociación entre los que originalmente llevan la carga de la pérdida y la parte que está más preparada para minimizarlas. En un mundo perfecto, tales relaciones de negociación siempre resultarían en la minimización óptima de las pérdidas[28].

El primer problema con este punto de vista, que es totalmente reconocido por su autor[29], es que cuesta dinero llevar a cabo estas negociaciones. Por lo tanto, a pesar de que resulte más barato instalar un filtro que hacer que todos los vecinos se muden, si el daño es colocado inicialmente en los vecinos, podría ser más caro reunirlos para negociar con la fábrica y luego pagar por que se instale el filtro, antes que mudarse a otro vecindario. Si esto es así, las pérdidas sólo se minimizarán si se colocan en la fábrica. La diferencia entre esta situación y una en la que las dos partes que potencialmente soportan las cargas ya están negociando (por ejemplo, Vincent v. Lake Erie) es que no hay costo adicional de negociación por colocar la pérdida en una parte en vez de otra.

El segundo problema con este punto de vista es que existen muchas situaciones en las que una negociación artificial es incluso «teóricamente» imposible, pues un grupo de «negociadores» no puede ser organizado sin cierto grado de coerción. Supongamos que la manera más barata para reducir los accidentes automovilísticos sea tener menos vehículos en las pistas. Si el costo por accidentes fuera inicialmente colocado sobre los conductores, se lograría el efecto deseado. Sin embargo, si el costo fuera cargado a los peatones, fuera de los pocos conductores a los que podría pagárseles para no conducir, el objetivo nunca se conseguiría. Esto se debe a que, sin cierto grado de coerción, algunos peatones dejarían de pagar la parte del costo de «sobornar» a los conductores para que manejen menos. Ellos serían *free riders* de los peatones que sí pagaron para que disminuya el número de vehículos sobre las pistas. Esta situación es muy parecida a una de un mercado en competencia perfecta en el que, a pesar de que los vendedores podrían obtener altas utilidades si pudieran concertar un aumento de precios, no se produce este acuerdo debido a que cada vendedor individual obtendría una ventaja si vende a un menor precio.

[27] Una diferencia en quién es más rico o pobre puede, sin embargo, producir un efecto de compensación indeseable con concomitantes pérdidas secundarias. Si esto es así y tales pérdidas secundarias resultan de un deseo por remover el costo de cualquiera de las partes y pagarlo, por ejemplo, de un fondo general de seguros sociales, entonces es muy probable que ocurra un efecto crucial y seguramente indeseable en cuanto a un costo disuasivo general.

[28] No es claro para mi, sin embargo, a pesar de los ejemplos en el artículo del profesor Coase, nota 26 *supra*, en 5-8, que a la larga no existirán diferencias. Asumamos, como yo supongo Coase hace, competencia perfecta y también un sistema de responsabilidad en el cual las vacas de Coase pagan indemnizaciones por daños y perjuicios. Asumamos además que un equilibrio es alcanzado en, a través de la negociación, el cual cada criador de ganado conserva tres vacas y paga al agricultor vecino $4.00 para evitar la pérdida de $6.00 del cultivo, Coase asume que plantando un cultivo que las vacas no gustan y el soborno de $4.00 más el precio de mercado del nuevo cultivo proporcionan al agricultor tanto como el cultivo anterior proporcionaba. En un mundo perfectamente competitivo, suficientes ganaderos y agricultores contratarían en este equilibrio en cada negocio de tal forma que el agricultor marginal y el ganadero marginal ganarían, cada uno, la misma utilidad sobre su inversión –de hecho la misma utilidad disponible en cualquier otra actividad no monopolística. Alteremos ahora el sistema de responsabilidad: las vacas no pagan más por el daño al cultivo. Es verdad, como Coase sugiere, que el ganadero aún conservaría su «óptimo» de tres vacas y que el agricultor plantaría el mismo cultivo que nos les gusta a las vacas. Nada ha pasado para que eso cambie. Pero ahora los agricultores que plantan este cultivo son $4.00 más pobres de lo que eran antes y los ganaderos son $4.00 más ricos. Incluso la tasa de rendimiento de la inversión de los ganaderos marginales sería ahora mayor que en otras industrias, la tasa de rendimiento de los agricultores marginales sería menor. Asumiendo, como Coase debe en su mundo perfecto, libre acceso y salida, las personas se trasladarían de ocupaciones neutrales a la cría de ganado, y las personas dejarían la cría de ganado para entrar a estas mismas ocupaciones neutrales. Un nuevo equilibrio sería establecido, y quizás cada ganadero aún conservaría tres vacas y cada agricultor los mismos cultivos, pero ahí habrá, sin embargo, más ganaderos de tres vacas, y por lo tanto más vacas, y menos agricultores y cultivos. Lo cierto es que las normas de responsabilidad sí afectan la cantidad de dinero que las personas ganan –en el corto y en el largo plazo, las personas participarán de aquellas actividades que les den más dinero. Así, aunque cada individuo puede, a través de la negociación, minimizar el efecto de una norma de responsabilidad pagando a la persona a la cual le causó un daño para que haga lo mejor que pueda para evitar el daño, esto sólo puede reducir el efecto de la mala asignación de recursos de originalmente haber puesto el daño en la parte equivocada. No puede eliminarlo. La reducción es suficientemente buena para mí y el análisis de este artículo; si ésta también le satisface al profesor Coase, no lo sé. Ver además la nota 30 .

[29] COASE, nota 26 *supra*, en 15.

Por lo tanto, en términos de la disuasión de accidentes, existen muchas situaciones en las que no se puede asumir que no hay diferencia dependiendo de a quién se le asigne la responsabilidad inicial[30]. Tampoco podemos asumir que lo único que necesitamos es determinar qué parte puede minimizar más fácilmente los costos de accidentes, y cargarla con el costo. Primero, podríamos no saber cómo determinarlo. Segundo, no podemos asumir que existe una única parte en esta situación. Por ejemplo, la mejor forma para reducir los accidentes automovilísticos podría ser manejar y caminar menos. Si esto es así, dadas las limitaciones de la «negociación artificial», no podemos simplemente cargar los costos a uno u otro. Tercero, y quizás lo más importante, el mundo es infinitamente más complicado que el ejemplo. La elección no está entre menos carros o peatones. Está entre menos carros antiguos, carros nuevos, carros manejados por jóvenes o ancianos, menos peatones ancianos y lisiados, y todos estos en relación con menos buses y trenes, mejores calles y alumbrado público, entre otras cosas.

En otras palabras, no se puede comenzar determinando la combinación de actividades que, dadas nuestras consideraciones acerca de cuáles son los costos reales de los accidentes, consiguen el grado de reducción de accidentes deseados de la forma más barata posible[31]. Tampoco podemos contar con el mercado para que realice lo mismo a través de «negociaciones artificiales» entre las partes que originalmente cargaron con los costos de los accidentes y las partes que mediante su actividad pueden reducir los costos de los accidentes. El resultado es que a pesar de que hay situaciones en las que la elección de a quién cargar la pérdida original es sencilla debido a que no hay diferencia o a que la elección depende de una estimación basada en la habilidad relativa para valorizar correctamente los riesgos involucrados, existen otras situaciones en las que la elección de los que soportan las pérdidas originales o, si prefieren, la pregunta de qué pérdida pertenece a qué actividad, no es sólo importante, sino también compleja.

B. Categorías y subcategorías

Esta dificultad, sin embargo, no sería suficiente para abandonar la valiosa aproximación expuesta si se pudiera descubrir respuestas parciales y si una solución parcial fuera la mejor posible. En muchas situaciones en las que es difícil determinar si un accidente es costo de una actividad o de otra, sigue siendo sensato no asignarlo a una tercera actividad. El costo de un accidente automovilístico puede no ser fácilmente dividido entre conducir y caminar, pero en términos generales de disuasión de accidentes es mejor asignarlo a uno, a otro, o a ambos a la vez, antes que externalizarlo. La razón es bastante clara. Si los costos de accidentes son externalizados y se tratan como parte de un esquema de seguro social financiado a través de impuestos generales, la única decisión que podría afectarse, en teoría, sería si viviremos en Estados Unidos o en Argentina. Una vez que las personas deciden vivir en Estados Unidos, no se afectará su decisión de manejar o caminar. Los individuos no están en posición de elegir apropiadamente a favor o en contra de los accidentes, y no existirá ningún tipo de «presión para la disuasión general».

Esto no es para sostener que los accidentes automovilísticos no son también costos

[30] Si además mis dudas acerca de la situación en el largo plazo son ciertas, ver nota 28 *supra*, todo lo que Coase prueba es que no importa cómo podamos mal asignar los recursos en primer lugar, el mercado operará a través de negociaciones artificiales para mitigar el efecto de la mala asignación pero no para corregirla del todo. Lo mismo sería verdad si estuviéramos tratando con costos que posiblemente no podrían ser asumidos por la parte originalmente gravada, como sí podrían si los costos parecieran pertenecer a esa parte. De este modo, si sin ninguna buena razón el gobierno decidiera trasladar el costo de la contaminación por humo a los fabricantes de televisores, los fabricantes sobornarían a las personas para que usen máscaras antigás, o a las fábricas para que reduzcan el humo, o a ambos, a cualquier nivel que reduzca el costo en forma más barata. La asignación de recursos resultantes sería mejor que si los productores de televisores no pudieran hacer nada para reducir el costo de la contaminación por humo. No sería, sin embargo, una asignación tan buena como una que resultaría si el costo hubiera sido originalmente asignado a la fábrica o al propietario de una casa. El resultado sería, a pesar de la mitigación, que algunos fabricantes marginales de televisores abandonarían, y se fabricarían menos televisores que el óptimo deseado. Lo mismo sería verdad si el costo original fue asignado a los propietarios de casas en el vecindario, no obstante la forma más barata de evitar el daño por humo habría sido que las fábricas instalaran un dispositivo de purificación del humo. Una vez más los propietarios sobornarían a las fábricas para que instalen el dispositivo y el costo sería mitigado –pero algunos propietarios marginales encontrarían excesivo el impuesto adicional y se mudarían con sus suegras. Lo cual tampoco sería el arreglo óptimo.

[31] Es irónico que esta parezca ser la sugerencia de un ferviente economista «libre mercado» como el profesor Coase, nota 26 *supra*, en 15-28. Puesto que (un tanto aparte del problema de los accidentes como del de los costos) la razón principal de tener al mercado decidiendo cuánto de qué queremos producido y cómo, en vez de decidirlo «administrativamente» o «colectivamente», es la misma dificultad de decidir cuál combinación de bienes produce el mayor valor de producción con los costos más bajos. *Id.* en 40. Por lo que parece extraño asumir que en el caso de los accidentes podemos decidir primero cuánto de qué actividades queremos y luego establecer daño y distribución de costos para provocar esta combinación.

generales de vivir en Estados Unidos. De hecho lo son. Pero el poner el costo en los vehículos o en los peatones no sólo afectará la decisión de manejar o caminar, sino también, si el costo es lo suficientemente significativo, la decisión de mudarse a Argentina.

Este proceso de asignación puede inclusive ir más lejos. Es mejor prorratear los costos de los accidentes entre subcategorías de conductores sobre la base de que algunos son más propensos a accidentes, en lugar de asignar costos iguales a todos. Si los costos de manejar fueran pagados a través de un impuesto a las licencias de conducir, se conseguiría una reducción del manejo. Esta asignación de costos no distingue entre autos viejos o nuevos. Por lo tanto, la mejor manera de reducir los accidentes (la forma más barata de hacerlo, en términos de la decisión por accidentes) sería reducir en algo la actividad de manejar, pero intentando que se manejen automóviles nuevos.

No voy a discutir ahora qué tan lejos se puede llegar en la subdivisión de actividades al asignar los costos de los accidentes. Basta decir que se llega a un punto en el cual el costo de seguir subclasificando es mayor que la ventaja de la elección ofrecida y que, en la práctica, es posible llegar a este punto. En realidad, en el contexto de la subclasificación y de la tendencia a la culpa, las compañías de seguros toman decisiones parecidas todos los días, cuando cargan con mayores cuotas a hombres solteros menores de 25 años que manejan, pero sin subdividirlos entre los solteros de 22 años con 7 meses y los solteros de 22 años con 8 meses.

El punto es simplemente el siguiente: si no existieran costos incluidos en la subclasificación de actividades, sería entonces mejor poner el costo de accidentes de una actividad en la subcategoría más pequeña. Siempre que esta subcategoría tenga la misma propensión que otra subcategoría a los accidentes, la elección entre ambas no se verá alterada, ni tampoco una será más deseada que la otra. En caso tengan una diferente propensión a los accidentes, los individuos se orientarán hacia las más seguras, debido a que el mayor costo de las actividades peligrosas se verá reflejado en el precio. En ambos casos, la actividad que involucra las dos subcategorías también reflejará su propensión relativa a los accidentes en comparación con otras actividades. Por el contrario, si los costos se asignaran únicamente a la actividad o categoría más amplia, se perdería cualquier posible «disuasión general» al nivel de subactividades.

Por lo tanto, a pesar de que no está claro si el costo de un accidente es atribuible a conducir o caminar en términos de la disuasión general de accidentes, es mejor asignarlo a uno, a otro, o a ambos, que pagarlo de los impuestos generales[32]. Y, dependiendo de qué tanto se cargue el costo de estas actividades, se logrará una minimización de los costos de los accidentes debido a que se realizará una mejor clasificación por conductores, tipos de automóviles y otros aspectos, lo que incentivará a las personas a trasladarse a las subclasificaciones más seguras.

En este sentido, entonces, el problema de «qué es costo de qué» se ve disminuido. En la medida en que incluso en una situación en la que no haya negociación y donde los costos por accidentes no sean fácilmente divisibles entre las actividades involucradas, es claro que resulta mejor asignarle los costos, pues de esta forma se evita que éstos sean externalizados.

C. Cuando ciertas comparaciones son más importantes que otras

La ausencia de una teoría sencilla para prorratear los costos no es un obstáculo en una situación de negociación en la que las partes están en la posibilidad de encontrar una apropiada asignación de las cargas. Tampoco existe una barrera cuando no hay esperanza de ejercer algún tipo de influencia en una de las actividades involucradas en un accidente. Por ello, si está claro que inevitablemente van a seguir existiendo peatones y que no se puede hacer mucho para alterar sus hábitos o costumbres, y que nuestro interés está en cuánto y qué clase de actividad de manejo es mejor (autos o buses, por ejemplo), entonces resulta apropiado considerar como parte del costo de los autos y buses, los accidentes que cada uno causa en un mundo de peatones[33].

[32] Si la subclasificación resulta ser muy cara, entonces el seguro social pagado con los impuestos generales es la mejor solución; ya que, como hemos indicado anteriormente, el seguro social sitúa al costo en la categoría –viviendo en un país dado– de la cual todas las demás clasificaciones son subcategorías. Sin embargo, parece poco probable, en vista de las prácticas actuariales de las compañías de seguros, que ninguna subclasificación valdría la pena.

[33] Y esto de cualquier forma es la razón por la cual «ser peatón» es tomado como fijo. Sea que si «ser peatón» es tomado como fijo porque no hay substitutos para eso, o debido a que por razones políticas o no económicas lo queremos así, la situación permanece igual. No nos interesa comparar sus costos con otras cosas y podemos también obtener la mejor comparación posible entre carros y aviones. Sin embargo, deberíamos ser cuidadosos en a qué nos referimos con «fijos». «Fijos» implica la ausencia de posibles cambios significativos en la forma en la cual una actividad es desarrollada, como también la ausencia de substitutos reales a la actividad. Por consiguiente, si «ser peatones» podría hacerse significativamente más seguro haciendo que los peatones carguen un hipotético dispositivo costoso de seguridad y con el trasladando de forma parcial o total del costo de los accidentes de tráfico con peatones a éstos, con lo que se originaría una presión de costo por los dispositivos, de ninguna manera podríamos considerar «ser peatones» como «fijo».

Lo mismo se cumpliría si, al colocar parte del costo en los peatones, se concluyera, por motivos políticos, sociales, o de compensación, no en que los peatones paguen dicho costo, sino en que el costo sea removido y externalizado tanto de los automóviles como de los peatones, a través de una compensación general pagada de los impuestos generales. En tal caso, deberíamos dejar que los conductores paguen por todos los costos de los accidentes, ya que el seguro social prevendría que la colocación de los costos sobre los peatones llevara a una elección de éstos para prevenir los accidentes, sea entre caminar y, por ejemplo, montar bicicleta. Tomando esto en cuenta, probablemente lográsemos el máximo potencial de la prevención general de accidentes entre automóviles y buses colocando los costos totales de accidentes entre peatones y autos sobre los autos, y los costos totales de accidentes entre peatones y buses sobre los buses[34].

También sería este el caso si la participación de los peatones en los costos no fuera cubierta por los «seguros de accidentes al caminar», sino que, en la medida en que caminar es una actividad organizada como manejar, fuera asegurada como parte de un seguro general de «daños que pueden ocurrirle a cualquiera». En este caso, el costo se externaliza del peatón y se vuelve un costo de vida general. Aquí también, el colocar parte de los costos de autos y peatones sobre los peatones no afectaría la cantidad de personas que caminan[35]. Por lo tanto, el colocar el costo total de accidentes de autos y peatones sobre los autos y de los accidentes de peatones y buses sobre los buses, es lo mejor que podríamos hacer.

Más aun, si nos preocupamos en mayor medida por las actividades de conducir y caminar que por la de ver televisión –si la elección es entre conducir o caminar como una forma de diversión, frente a quedarse en casa y divertirse frente a la televisión– entonces carece de relevancia qué tanto del costo de accidentes por manejar y caminar sea asumido por cada uno, siempre que juntos asuman la carga total. Y, finalmente, cuando el interés se centra en el problema de determinar si las actividades deberían mantenerse separadas para limitar los costos, parecería mejor colocar los costos en la parte que pueda asumir la tarea de separación de modo más barato. La presunción detrás de estas proposiciones es que nuestra sociedad está interesada en un número limitado de comparaciones y trata una amplia gama de cosas potencialmente intercambiables como se presenten. Aun cuando las comparaciones completas sean deseables, es probable que lo mejor que podamos hacer es realizar comparaciones limitadas[36].

Adicionalmente, es preciso destacar que el problema se ve algo mitigado por la posibilidad teórica de lo que hemos denominado «negociación artificial». Supongamos, por ejemplo, que los costos de accidentes de peatones y conductores son colocados totalmente sobre éstos últimos, pues nuestro interés se centró en adecuar los autos respecto a los buses y los tipos de automóviles unos en relación con otros. Asumamos también, que el interés estuvo erróneamente centrado, pues nos debimos ocupar de los peatones frente a los ciclistas o transferir a los peatones a otras áreas, pues éstas habrían sido formas más baratas de impedir accidentes. El error puede ser corregido a través de la negociación artificial. Los conductores o los fabricantes de autos preocupados por los altos costos de utilizar sus productos, pueden considerar adecuado construir vías peatonales lejos de las calles congestionadas o «sobornar» a los peatones para que opten por el ciclismo. A pesar de que la negociación artificial tiene sus limitaciones, tanto en el costo como en la posibilidad, puede ayudar a averiguar errores que son lo suficientemente graves. El intentar

[34] Si el conductor no estuviese asegurado y la sentencia carece de efectos, desde luego, ningún efecto disuasivo general sería alcanzado al poner el costo en los conductores. Además, si tal conductor golpea a un peatón, al menos parte del costo del accidente sería externalizado tanto por manejar como por caminar. No sería sorprendente que esas situaciones precisamente den origen a demandas por un seguro obligatorio.

[35] Si los peatones estuviesen perfectamente advertidos de los riesgos envueltos en caminar y no cargaran ningún seguro general de accidentes, entonces poner sobre ellos parte del costo de los accidentes de tránsito con peatones sería tan efectivo como si «los seguros de accidentes al caminar» existieran. Ya que, la conciencia del riesgo cumpliría la misma función que el mundialmente solicitado «seguro de accidentes al caminar». Pero tal suposición es tan irreal como la discutida anteriormente, ver *supra*, que antes que las compensaciones para trabajadores industriales fueran creadas los trabajadores industriales estaban individualmente tan prevenidos de los riesgos por accidentes industriales, como sus empleadores luego de instituidas. En realidad, aquellos pocos peatones que estuviesen al tanto del riesgo probablemente serían aquellos que están tan concientes de los riesgos por accidentes que tendrían un seguro general. Para ellos, sin embargo, como acabamos de ver, el costo sería hecho costo general de vida y no afectaría en nada caminar.

[36] Con frecuencia la búsqueda por tales comparaciones limitadas trae como consecuencia que los costos totales sean ignados a la actividad más reciente de las que se combinan para producir los costos, y sólo el traslado si, a pesar de cargar con estos costos, la nueva actividad se vuelve algo preponderante. Ver, por ejemplo, Fletcher v. Rylands, L. R. 1 Ex. 265 1866), *a ff'd*, L. R. 3 H. L. 330 (1868).

decidir qué comparaciones son más importantes, junto con la válvula de seguridad de la negociación artificial para remediar los peores errores[37], puede ser mejor que cualquier método alternativo de asignación de costos.

Y este es un punto de gran importancia, pues siempre alguien tendrá que asumir los costos que se generan. La asignación basada en una suposición inexacta pero racional, respecto de qué es una compensación importante, tendrá que servirnos para adoptar una decisión sensata «a favor o en contra de los accidentes», antes que adoptar un sistema basado en factores irrelevantes como la culpa o un seguro social, que remueve los costos del ámbito de las comparaciones de mayor relevancia.

D. Donde todas las comparaciones parecen igualmente importantes

Debemos comprender, sin embargo, que en muchas situaciones no resulta tan evidente qué comparación es la más importante. En los casos en que A y B, un conjunto de actividades sustitutas, están involucradas en acciones con C y D, actividades que compiten entre sí pero que no son A y B, y más aun si estamos interesados en la relación al interior de cada conjunto, enfrentamos el problema más difícil al asignar los costos. Lo mismo sucede cuando el interés se centra en el valor comparativo de actividades sustitutas que están involucradas en accidentes una con otra.

Si todos los costos de los accidentes de carteros con perros y de carteros con gatos fueran colocados en el Departamento de Correo, se removería un elemento importante para la elección sobre si tener un perro o un gato. El correo podría considerar importante el sobornar a las personas para que cambien sus perros por gatos, pero los costos de inmiscuirse en una negociación artificial son elevados. Entonces, si tomamos en cuenta que la elección entre perros y gatos es importante para la reducción de la severidad de los accidentes entre carteros y animales, alguna parte del costo de estos accidentes debería colocarse sobre los dueños de los animales. Pero no todo el costo debería colocarse sobre estos últimos, porque esto podría dar lugar a decisiones como que el cartero utilice repelente de animales o que deje el correo en auto y no a pie.

La pregunta es entonces qué tanto del costo asignar a cada actividad. Yo sugeriría que: 1) a menos que haya razón para sospechar que la elección de un conjunto –por ejemplo, gatos y perros— es más adecuada que las demás para minimizar el costo del accidente, o 2) a menos que esté claro que uno de los dos está en mejor posición para sumir la negociación artificial para corregir un error, o 3) a menos que existan otros motivos, como la compensación, que sugieran una división, no hace diferencia cómo se dividen los costos siempre y cuando todos los miembros del mismo conjunto asuman el costo en la misma proporción. Lo mejor que se puede hacer es colocar una parte de los costos sobre los dueños de perros y otra sobre los dueños de gatos, en proporción con el costo que cada uno tenga en común respecto de los accidentes con carteros. Así, el precio de tener perros y gatos al menos reflejará el peligro relativo de dañar a los carteros que cada uno conlleva, incluso si no muestra el valor absoluto de tal peligro.

Esto deja el problema de la asignación de costos en instancias en las que las actividades involucradas son sustancialmente sustitutas, y es importante compararlas así para determinar la mejor mezcla –perros frente a gatos. Un ejemplo más significativo podría ser una comparación entre carros grandes y pequeños. El costo de tener ambos puede ser significativamente mayor que el costo de tener a cada uno por separado, porque cuando un carro grande y uno pequeño se chocan, el daño es usualmente mayor que si dos carros pequeños o dos grandes hubieran estado involucrados[38].

En muchas situaciones en las que tener dos actividades resulta más costoso que tener sólo una, simplemente no vale la pena calcular la asignación de estos costos sino por medio de una simple división. Esto resultaría claro si tener dos actividades no agrega mucho al costo de tener únicamente a una de ellas. También sería claro si la diversidad que supone tener dos actividades parece ser deseada por la sociedad en su conjunto, sin importar qué tantos individuos particulares desean tener la

[37] Esto es particularmente cierto cuando la meta es la asignación de recursos, demasiada precisión es tanto inútil como contraproducente por más razones de las que vale la pena señalar. Una buena colección de ellas puede encontrarse en CALABRESI, nota 1 *supra*, en 503-05, 507-14 & nn.17 & 41.

[38] N. Y. Times, 2 de junio de 1964, p. 39 col. 2. Comparar *id.*, 3 de junio de 1964, p. 45 col. 1. Con *id.*, 5 de junio de 1964, p. 30 col. 5.

diversidad[39]. Sólo cuando faltan dos condiciones, y además las actividades son sustitutos cercanos, sería realista pensar que el grado de diversidad será afectado al colocar el costo agregado de tener ambas actividades en una u otra de ellas.

Pueden usarse algunas herramientas analíticas para respaldar este aspecto del problema, pero normalmente se trata de herramientas impracticables. Primero, cuando una de las actividades puede ser considerada como agregada a una situación preexistente, sería correcto asignar el costo de diversidad total (la diferencia entre el costo de los accidentes que involucran a A y B y el costo estimado si sólo A se hubiera realizado) a la nueva actividad. Así, si viviéramos en un mundo de carros grandes, los carros pequeños sólo valdrían la pena si los conductores pudieran satisfacer los costos que ellos agregan. Esto seguirá siendo cierto incluso si los costos totales fueran menores en un mundo en el que sólo existieran carros pequeños, si el gasto de cambiar por completo a carros pequeños es mayor que los ahorros que tal cambio acarrearía. Segundo, cuando ninguna actividad pueda ser considerada como dominante, entonces los costos de la diversidad deberán ser asumidos por la actividad que, en caso contrario, sea socialmente más cara. Si los costos fueran minimizados por tener carros pequeños, entonces la diferencia entre los costos si únicamente los carros pequeños estuvieran involucrados en los accidentes y los costos cuando los carros grandes y pequeños están involucrados, deberían ser colocados en los conductores que eligen los carros grandes, porque son los socialmente más caros[40].

Aunque el problema práctico de conocer cuál de los sustitutos tomados individualmente tendría el costo social más bajo se enfrenta con la utilidad relativa de este tipo de análisis, quizá pueda hacerse, hasta cierto punto, una suposición *ad hoc* de qué actividad hubiera sido originalmente más deseable. Cuando este tipo de suposición resulta muy compleja, lo mejor que puede hacerse es olvidar los «costos de diversidad» y dividir los costos de tal forma que la elección entre actividades en competencia pueda basarse en los costos que cada una de ellas genera.

E. Una aproximación práctica a las comparaciones multilaterales o «actividades comprometidas»

A pesar de la falta de cualquier base cierta para prorratear el costo de un accidente entre las actividades involucradas, se ha demostrado que en varias situaciones existen guías sustanciales para la asignación de costos en un sistema de responsabilidad objetiva. Sin embargo, subsiste un gran número de casos en los que no hay criterios racionales para dividir el costo de los accidentes entre las actividades involucradas. Es posible, sin embargo, una solución directa, aunque preliminar, para estos casos. El costo de cada accidente puede ser dividido a prorrata entre las actividades involucradas y luego acumulado para cada actividad.

Por ejemplo, si un carro y un peatón están involucrados en un accidente, el costo será dividido entre manejar y caminar. Si están involucrados un carro, un peatón y un ciclista, el costo se dividirá en tres. Si un costo puede asignarse a dos de las tres actividades, de acuerdo con cualquiera de los criterios previamente desarrollados, entonces esta asignación deberá realizarse por dos tercios del costo, y la tercera actividad asumirá el saldo restante. Al final de cualquier periodo de tiempo, aquellas actividades que están comprometidas en un mayor número de accidentes o en accidentes más caros, asumirán la proporción más grande de todos los costos. De acuerdo con la teoría, los sustitutos más seguros reemplazarán a las actividades más caras, pues se hace que éstas

[39] Así, una sociedad ridícula podría creer que hay un mérito especial en tener tanto carros grandes como pequeños. La variedad parecería ser un símbolo de riqueza que la sociedad desea perpetuar. Si este valor simbólico fuera valorado insuficientemente por los compradores individuales, tal sociedad podría no querer que los costos agregados de la diversidad sean asignados totalmente ni en los carros grandes ni en los pequeños. Debido a que esta asignación podría dar como resultado que un tipo de carro se vuelva predominante. En el caso extremo, la sociedad ridícula podría incluso remover todos los costos de la diversidad de ambos. Desde luego, no es difícil pensar en motivos más sabios para el anhelo colectivo de cierta diversidad de costos.

[40] Señalar que los carros grandes son «socialmente más caros» que los carros pequeños significa que serán menos deseados por el precio que costarían que si fuesen el único tipo de carro y cargaran con todos los costos de los accidentes, que los carros pequeños en una situación similar. Obviamente, es más que difícil saber si esto sería así. Y, en realidad, hacerlo hace a uno el blanco de exactamente los mismos comentarios vertidos sobre el profesor Coase en la nota 31 *supra*.

últimas asuman los costos de los accidentes[41]. Incluso si las categorías son inicialmente definidas en términos de factores que no están relacionados con la tendencia a los accidentes, este defecto eventualmente saldrá del sistema.

De esta forma, si todos manejaran carros azules y estos carros estuvieran involucrados en todos los accidentes, entonces la actividad de conducir asumiría gran parte de los accidentes. Caminar, montar bicicleta, y otras actividades similares asumirían el resto. Si de alguna forma el color azul fuera considerado importante, se presentaría un cambio de automóviles azules a rojos, pero como no ayudaría a reducir los costos de los accidentes, el error no persistiría. Si un cambio de autos grandes a pequeños redujera los costos, entonces tal cambio llegaría al extremo de que el costo diferencial entre autos pequeños y autos grandes fuera magnificado por el costo de asignación del año previo.

Este método permite el trato especial en los casos en que existen criterios más exactos para asignar costos, mientras nos ocupamos de todas las demás situaciones en términos de preponderancia de actividades involucradas. Su base es la presunción de que a pesar de que no podemos encontrar criterios parar asignar los costos, sí se pueden encontrar criterios para determinar las actividades involucradas. Una vez más, es necesario tener en cuenta que no tratamos las actividades como «involucradas» para establecer nociones metafísicas de causalidad, sino para realizar comparaciones entre actividades que, al menos potencialmente, sean sustitutas. No es nuestro propósito tratar cada causa *sine qua non* como comprometida en un accidente. Pues mientras que en la mayoría de accidentes están entre las causas *sine qua non* algunas actividades que pueden ser correctamente comparadas con actividades sustitutas, también habrá otras causas *sine qua non* que no vale la pena comparar. Esto puede deberse a que: 1) virtualmente casi no hay sustitutos con menos potencial para causar accidentes, 2) la actividad y sus sustitutos aparecerán con tan poca frecuencia en tales accidentes que cualquier costo de asignación para ellos podría no tener un efecto significativo en la elección, o 3) asignarles el costo inicialmente resultaría en remover el costo y externalizarlo fuera de las causas[42].

No siempre será sencillo determinar qué causas deben excluirse como coincidentes. Por ejemplo, supongamos que un automóvil atropelle a un peatón y que el conductor señala que estaba distraído por un avión que volaba bajo. En el curso normal de las cosas, los aviones no serían una causa suficientemente significativa de accidentes entre peatones y automóviles como para preocuparse. Sin embargo, si un número considerable de accidentes ocurriera cerca de los aeropuertos, y un número suficiente de ellos involucrara la distracción del conductor por un avión, entonces tal vez valdría la pena considerar que los aviones están involucrados. En ese caso, la acumulación de estos costos y otros costos causados en parte por el ruido del aeropuerto podrían inducir a la instalación de mecanismos para disminuir los ruidos o la reubicación de aeropuertos. El punto es que a menudo no bastará ver el caso inmediato,

[41] «Involucración», sin embargo, que dado que divide los costos, no es tan buena como la asignación a una de las partes en base a los factores previamente discutidos –si tal asignación puede ser hecha. Asuma, por ejemplo, que un accidente que involucra dos actividades cuesta $80 cada vez que ocurre; asuma también que tal accidente podría ser siempre evitado por cualquiera de las actividades con la instalación de un dispositivo de seguridad que cuesta $60 por cada accidente prevenido. Una prueba de «involucración» le costaría a cada parte $40. Una primera mirada nos diría que ninguna de las actividades instalaría el dispositivo de seguridad. Sin embargo, cualquiera podría hacerlo como resultado de la «negociación artificial». Pero si el costo de participar de una «negociación artificial» es más de $20, ninguna negociación de ese tipo sería llevada acabo y el accidente no sería evitado incluso si *cualquiera* de las partes fuera originalmente cargada con el costo total del accidente, el dispositivo de seguridad no sería instalado de buena gana, como debiera ser. A fin de que esta situación no parezca peor de lo que en realidad es, la conclusión opuesta sería alcanzada si en vez de la situación descrita, postulamos el caso en el cual la única forma de evitar el accidente sería si las dos actividades modificaran en algo su comportamiento, por ejemplo con la instalación en ambas de un dispositivo de seguridad de $30. Dejando de lado estos extremos, el ejemplo sugiere que hay situaciones en las cuales, en general, tener a alguien que asuma el total de la pérdida es deseable. Usualmente estos serán casos donde, sobre la base de los factores discutidos anteriormente, consideremos a una de las partes como la mejor para asumir la pérdida. También habrán muchos casos en los que tal asignación no podrá ser hecha, pero estos serán por lo general casos en los cuales en todas las actividades involucradas, algunas acciones reductoras de accidentes parecen ser convenientes. Y en estos casos el tipo de división que la «involucración» hace es probablemente la mejor disponible.

[42] Esta eliminación de las cláusulas *sine qua non* poco importantes no es en realidad más que una aplicación generalizada de los criterios derivados de nuestra anterior discusión de «Cuando ciertas comparaciones son más importantes que otras», *supra*, a una situación multilateral. En nuestra discusión usamos los criterios para identificar a quien mejor asumiera el costo en un accidente que involucrase muchas posibles acciones acumuladas. Aquí los usamos para la tarea más fácil de excluir algunas de las potenciales actividades involucradas y dejar todas aquellas sobre las cuales tengamos suficientes dudas, de tal forma que una división del tipo «involucración» parece conveniente.

sino que será necesario descubrir si una causa co-incidental aparente está involucrada de manera similar en otro tipo de accidentes.

En otras palabras, «involucrar» es un término utilizado para incluir todos los otros factores que son parte de un accidente y que pueden ser reemplazados por sustitutos con un potencial de accidentes sustancialmente diferente[43]. Incluye aquellos factores que son «típicos» de un accidente y deja de lado aquellos que son «incidentales». A pesar de que el ejemplo muestra que la tipicidad e incidentalidad no son nociones en absoluto sencillas, al menos son manejables[44].

V. CONCLUSIÓN

¿A dónde nos conduce todo esto? Debería quedar claro que en este análisis no he intentado establecer un «sistema» para tratar los costos de accidentes en alguna o todas las áreas propuestas. Ni siquiera he hecho el intento en el área de los accidentes entre automóvil y peatón, para especificar si los costos de los accidentes deberían ser divididos entre los peatones y los vehículos o tan sólo cargados a una parte y, en caso debieran ser divididos, si la mejor manera es excluyendo ciertas cuestiones del daño de recuperación permisible o computando todos los daños y luego dividiéndolos entre las actividades involucradas. Tales decisiones de política específica dependen sólo en parte del análisis del desincentivo general en el cual me he centrado. Además, incluso si sólo dependiera de este factor, resultaría esencial una gran cantidad de información empírica sobre el gasto administrativo de varios sistemas, así como sobre la importancia de varias comparaciones.

Lo que he tratado de hacer es clasificar una parte de la base teórica para estos juicios parciales. Al hacerlo, he sugerido que, usualmente en nuestra sociedad, las decisiones acerca de qué tanto debemos impedir los accidentes se toman de manera tal que combina la elección de mercado con las decisiones políticas colectivas. Siento que la elección puede hacerse de manera más efectiva a través de un sistema de responsabilidad por accidentes basado en el «involucramiento» de un accidente, en vez de basarse en la culpa, y combinado con un sistema de multas penales y semi penales para conductas específicas y controladas por decisiones políticas colectivas sobre la conveniencia o inconveniencia de ciertas actividades sin que importe el mercado.

Cuando nos ocupamos de desincentivar actividades que tienen una cierta utilidad social pero que causan accidentes, el primer paso en decidir qué tanto de estas actividades todavía se desea puede decidirse a través del mercado. Son demasiadas las decisiones que se toman colectivamente como para esperar que en este caso se adopte una decisión inteligente. Sin embargo, en un área amplia y en crecimiento, no estamos satisfechos con que únicamente el mercado determine la utilidad de la regla social. Esto es debido a la inexactitud inherente tanto al mecanismo del mercado como a la estimación de los costos de los accidentes y a quién le pertenecen. También se debe a que, en un área en crecimiento, los individuos no saben qué es lo mejor para ellos mismos[45]. Por estas razones, es inevitable e incluso deseable cierto grado de subsidio o desincentivo de actividades, basado en decisiones colectivas que gobiernan el mercado. Tales decisiones –como aquella de subsidiar a los conductores mayores de setenta años o prohibir que los ebrios manejen— son, sin embargo, tomadas más adecuadamente cuando se toman de manera abierta, para que sea claro que cuando tomamos tales decisiones lo que estamos diciendo realmente es «en este caso las consideraciones distintas de la elección individual entre las alternativas, son superiores y reemplazarán a la elección individual».

Puesto este énfasis sobre el desincentivo general de las actividades que causan accidentes, no excluyo el desincentivo específico que, se afirma a menudo, es ocasionado por la responsabilidad por culpa. Simplemente creo

[43] No quiero decir que tales decisiones deberían hacerse sobre la base de un análisis caso por caso. Esa pregunta es por entero materia de los costos involucrados. Puede haber algunos casos en los cuales una determinación caso por caso de cuáles actividades están involucradas y cuáles no valgan el costo extremo de esas determinaciones. En otras áreas comunes de aplicación general el hecho que la «involucración» pueda hacer un casi tan buen trabajo y que lo haga mucho más barato que una aproximación caso por caso sería concluyente.

[44] Los términos «tipicidad» e «incidentalidad» no tienen significado en sí mismos; sólo se espera que sean indicativos de la discusión que los precede.

[45] La importancia de esta tendencia puede fácilmente ser exagerada mirando a aquellas áreas de la economía donde la publicidad juega su rol más significante. Entonces es fácil, pero ciertamente no siempre correcto, asumir que las decisiones hechas por los individuos son irracionales y, más importante, que todos los individuos se arrepentirán de haberlas hecho. Pero el área de las decisiones de los consumidores finales, incluso si fueran tan irracionales como algunas veces pensamos, es sólo una pequeña parte de la película. Si consideramos todas las decisiones que son hechas, en un nivel de producción, por individuos operando bajo el mecanismo del mercado, es mucho más fácil concluir que los que toman decisiones individuales aún velan mejor por ellos que lo que haría cualquier otro.

que la mejor manera de prohibir los actos que son lo suficientemente malos y que deberían ser prohibidos sin importar su utilidad para el mercado, no es a través de un sistema de culpa vinculado con un mecanismo de seguro que remueva la mayor parte del desincentivo específico deseado. Por el contrario, la manera de hacer efectivo tal juicio político es a través de multas penales o semi penales.

Al elaborar este enfoque del desincentivo general, he invertido un buen tiempo en los problemas más difíciles de qué son los costos de accidentes y quién debe asumirlos. He hecho esto desde el punto de vista de la compensación. Esto es simplemente por claridad y no porque considere que la compensación es un objetivo del derecho de accidentes. Sin embargo, admitiré luego que si la compensación fuera el único objetivo, entonces el mejor método para conseguirla sería el sistema del seguro social general, el cual externaliza los costos de los accidentes sacándolos de cualquier decisión de mercado.

Sin embargo, el seguro social no parece ser la solución si estamos interesados en los «ahorros» conseguidos a través del desincentivo general, así como los ahorros conseguidos a través de la compensación. En realidad, sí puede demostrarse que existe un sistema que combina una cantidad sustancial de desincentivo general con un adecuado grado de compensación, ese sistema puede ser mucho mejor que el seguro social o un esquema óptimo de desincentivo general.

El resultado es que podemos ser influidos por motivos de compensación en la división de los costos de los accidentes entre autos y peatones. Si tenemos dudas acerca de la adecuada división de costos, o sobre cuáles son las comparaciones importantes desde el punto de vista del impedimento general, tal vez sea correcto hacer la división de modo tal que consiga la mejor compensación (difusión del riesgo). Porque en este caso se perderían muy pocos ahorros del desincentivo general por dicho traslado, y se ganarían ahorros sustanciales de la compensación.

En realidad, sería una gran tontería establecer un sistema –incluso uno perfecto– para el desincentivo general del mercado, si este sistema fuera tan desagradable en el terreno de la compensación que pronto sería reemplazado por el seguro social, para así conseguir la compensación. Y este, por supuesto, es otro problema con la responsabilidad por culpa. Pues incluso si consiguiera el desincentivo general tan bien y tan barato como el sistema de «involucramiento», es en apariencia tan indeseable desde el punto de vista de la compensación que es constantemente atacado.

Este ataque llega muy a menudo de la simple alternativa del seguro social. Tal resultado eliminaría incluso el desincentivo general atenuado que consigue el sistema de culpa y, por lo tanto, reduciría de manera sustancial la esfera de elecciones informadas individuales de mercado, respecto de actividades y accidentes en nuestra sociedad. En otras palabras, si nos aferramos muy obstinadamente a un sistema que nos ofrece cierto desincentivo general poco efectivo y que nos otorga una pobre compensación, podemos encontrar que al final terminamos con un sistema que no nos ofrece ningún desincentivo general, o elección de mercado sobre las acciones, a cambio de una mejora en la compensación que tal vez no deseemos ni necesitemos. Esto sucedería a pesar del hecho que un pequeño trabajo sobre el tema pudiera desarrollar un enfoque modificado de la responsabilidad de la empresa, que nos brindaría un mejor desincentivo general que la culpa y tanta compensación como deseemos.

Finalmente, por supuesto, el problema de qué hacer en esta área refleja un problema aun mayor, pues nos encontramos frente al hecho que un sistema acogido desde hace tanto tiempo (culpa) no sirve para satisfacer una demanda moderna (compensación). Podemos reaccionar a esto dividiendo entre dos campos hostiles el esquema «conservador» y el esquema «radical», con el resultado de que ninguno se logre, o de que desterremos todos los aspectos de nuestro anterior sistema y diseñemos uno que satisfaga todas las demandas, sin tomar en cuenta el costo (seguro social). Alternativamente, podemos trabajar para ver si hay otras maneras de retener lo que consideramos importante del antiguo sistema y, sin embargo, satisfacer adecuadamente las demandas que dejó insatisfechas. Pienso que tal terreno intermedio existe en alguna parte dentro de una aproximación de la responsabilidad objetiva de la empresa, combinada con daños y perjuicios o multas penales para algunos actos específicos. También creo que el encontrar tal terreno intermedio es la marca de un sistema político legal que funciona.

Estudio

AURELIO GARCÍA SAYÁN

ABOGADOS

El Rosario 380, San Isidro, Lima, Perú
Teléfonos (511) 440-7431, 441-5157. Telefax (511) 440-5218, 440-6393
E-mail: postmaster@garciasayan.com.pe/ Página Web: www.garciasayan.com.pe

FINANCIAMIENTO Y MEDIO AMBIENTE:

el impacto de los aspectos ambientales en las políticas crediticias de las instituciones financieras.

Karim Kahatt

Abogado, Pontificia Universidad Católica del Perú
Master of Laws, The University of Texas at Austin

«Estamos convencidos de que no solamente son las tendencias del mercado y las circunstancias políticas las que moldean nuestra empresa, sino cada vez más, las condiciones ambientales y las expectativas sociales»

Marcel Ospel
Union de Banque Suisse - UBS
Presidente

El camino al desarrollo sostenible está delineado por el apalancamiento financiero de organismos económicos internacionales. ¿Cuál es el proceso para que el «fiananciamiento del medio ambiente» sea promovido? ¿cómo las instituciones financieras califican sus préstamos? ¿cuál es la responsabilidad ambiental de los prestamistas?

El presente artículo nos explica dicho proceso, la calificación de préstamos y la responsabilidad ambiental. Asimismo, de manera interesante, nos muestra cómo elementos financieros del tipo «*project finance*» son el soporte de los llamados créditos ambientales.

PRÓLOGO

Antes de plantear los temas a desarrollar, corresponde hacer una aclaración respecto de la relación entre el contenido de este artículo y su título. A pesar de que este último se refiere únicamente a asuntos ambientales, algunos de los temas que se discuten aquí abarcan otros componentes relevantes para el financiamiento de proyectos que exceden aspectos estrictamente ambientales. Existe actualmente una tendencia, tanto académica como normativa, por incorporar en esta categoría otros criterios no vinculados intrínsecamente con la protección del medio ambiente[1],entendida en su sentido más tradicional como la lucha contra la contaminación y la conservación de la diversidad biológica y los recursos naturales, pero que, por su cercanía conceptual, resultan admisibles. La cita ofrecida al inicio refleja claramente esta tendencia.

Dos de los conceptos más frecuentemente asimilados como aspectos ambientales son, en ese orden de importancia y de frecuencia, los aspectos sociales[2] y la protección del patrimonio cultural[3]. A menudo, ambos se presentan asociados a los aspectos ambientales en un proyecto determinado. Por tanto, es necesario advertir que, a pesar de lo que el título pueda sugerir, algunos de los problemas que se discuten en este artículo se aplican también a estos dos otros aspectos. Si bien esta advertencia es válida por sí sola en el plano teórico, resulta más relevante aun si se examina a la luz de un proyecto concreto. Hay casos en los que resulta muy difícil disociar los aspectos ambientales de los aspectos sociales y/o culturales, cuando se trata de evaluar las consecuencias que un determinado proyecto puede tener sobre un área geográfica específica. Donde sea posible, se incluirá una referencia al valor que resulte afectado.

En el ámbito académico también ha habido interés por analizar esta tendencia[4]. La comunidad empresarial, por su parte, ha aprendido la lección «en carne propia» al haber experimentado la reacción de comunidades locales en las áreas donde se

[1] Una de las características del derecho ambiental es la imprecisión de su definición. Se dice que, en vista de que los límites del derecho ambiental no están claramente establecidos, su contenido puede ser definido amplia o restringidamente. Esta característica ha dado lugar a que muchos temas que no se vinculan estrictamente con la protección del medio ambiente terminan siendo abarcados por esta disciplina, tanto en el ámbito académico como en el normativo. No son raros los casos en los que leyes y reglamentos ambientales incluyen temas ajenos a la disciplina, como por ejemplo la protección de restos arqueológicos. BENJAMÍN, Alonso. Profesor de Derecho Ambiental Comparado, The University of Texas at Austin, Comunicación Personal.

[2] La categoría «aspectos sociales» abarca hoy en día una amplia gama de conceptos más específicos, dentro de los que destacan los desplazamientos involuntarios de poblaciones enteras (reasentamientos involuntarios) y los asuntos socioculturales de comunidades indígenas. Por lo pronto, estos dos conceptos han dado origen por sí solos a sendas políticas de salvaguardia que el Banco Mundial observa en cada uno de los proyectos que financia. Ver nota 38 para mayores detalles sobre las políticas de salvaguardia del Banco Mundial.

[3] Un ejemplo concreto de la influencia de esta tendencia en el ámbito normativo se puede apreciar en la definición de «derecho ambiental» contenida en el proyecto de la Directiva del Consejo de la Comunidad Europea relativa a Acceso a la Justicia en materia Ambiental. El texto original de dicho proyecto ha sido modificado para incluir al «patrimonio cultural» como objeto de protección legal, en vista de que las legislaciones de varios de los países miembro ya le otorgaban ese privilegio, y en vista de que el artículo 3 de la Directiva sobre Estudios de Impacto Ambiental menciona expresamente al patrimonio cultural como parte del medio ambiente. FUHR, Martín y otros «Access to Justice: Legal Standing for Environmental Associations in the European Union». En: Public Interest Perspectives in Environmental Law. David Robinson & John Dunkley, Editors, Wiley Chancery, 1995, p. 103.

[4] Para acceder a una discusión detallada a cerca de la inclusión de la protección del patrimonio cultural como parte de una política ambiental dentro de los Estados Unidos de América, revisar PERKINS SPYKE, Nancy: «The Promotion and Preservation of Culture as part of Environmental Policy.« 20 William and Mary Environmental Law and Policy Review 243. Otro claro ejemplo de la actual relevancia de la protección del patrimonio cultural como parte de la protección del medio ambiente se puede apreciar en la Política Operacional 4.11 (O.P. 4.11) – Patrimonio Cultural, aprobada por el Banco Mundial para asistir en la preservación del patrimonio cultural, empleando lineamientos creados por la UNESCO. Este mecanismo, que se enmarca dentro del proceso de Evaluación Ambiental de todo proyecto que el Banco Mundial financia, busca identificar si el proyecto pone en riesgo o afecta de alguna manera algún elemento o área que constituya patrimonio natural o cultural del país prestatario. ww.worldbank.org - Legal Aspects of Bank Operations.Por si esta referencia fuera insuficiente para probar este punto, el Banco Mundial está a punto de reclasificar esta política operacional, retirándola de las políticas de salvaguardia sociales para incluirla en las políticas de salvaguardia ambientales y rurales.

desarrollan los proyectos, reacción que en algunos casos ha puesto en riesgo la viabilidad del proyecto, y en otros simplemente los ha truncado[5]. El protagonismo de esta tendencia en los ámbitos académico y profesional es de tal magnitud que actualmente se discuten conceptos como «licencia social para operar»[6], entendida como la aceptación de la que debe gozar un determinado proyecto en las comunidades «anfitrionas» para poder desarrollarse con normalidad, y «responsabilidad social de la empresa»[7], entendida como la conciencia que la empresa muestra por su rol dentro de la sociedad y por el impacto que sus actividades causan en ella. El solo hecho de la existencia de conceptos así de generalizados nos da una idea de la importancia de estos elementos dentro del diseño, ejecución y supervisión de proyectos.

INTRODUCCIÓN

El equilibrio entre la protección del medio ambiente y el desarrollo ha sido un tema por demás controvertido, especialmente dentro de los círculos ambientales. Por lo menos durante los últimos treinta años, y especialmente después de la Declaración de Estocolmo de 1972[8],el concepto de desarrollo sostenible[9] - que apuesta por un adecuado equilibrio entre desarrollo y protección del medio ambiente para las generaciones presentes y futuras – ha guiado el derecho internacional ambiental, los foros académicos e incluso constituciones políticas y legislaciones de algunos países[10].

Un aspecto clave del desarrollo es el financiamiento. Es el combustible de cualquier iniciativa de desarrollo, más aun si consideramos que éstas se identifican en gran medida y con bastante frecuencia con la realización de proyectos de infraestructura. Desde esta perspectiva, gran parte de las preocupaciones que se generan en torno a la relación entre desarrollo y protección ambiental se aplican en mayor o menor medida a los mecanismos de financiamiento. Este artículo asume esta preocupación generalizada de la comunidad internacional y evalúa los aspectos ambientales y los requisitos contractuales y legales de los proyectos que se financian a través de algunos de los mecanismos más utilizados en el ámbito internacional[11].

[5] Es impresionante el número de proyectos que, como consecuencia de aspectos ambientales o sociales, o de ambos, han tenido que ser suspendidos o incluso paralizados definitivamente ante la reacción de las comunidades afectadas o amenazadas por las operaciones. En el Perú, hemos tenido también varios de estos episodios. Sólo a modo de ejemplo, sin que ello implique que éste haya sido uno de los casos más representativos, pensemos en la destrucción del campamento de Compañía Minera Manhattan, en la localidad de Tambogrande, Piura, presumiblemente promovida por las comunidades y por grupos de activistas que se oponían al proyecto. No obstante lo ocurrido, el proyecto no se paralizó definitivamente.

[6] Empresas mineras como Manhattan Minerals Corp.(www.manhattan-min.com/s/InvestorInformation.asp) y Newmont (www.newmont.com/en/social/sustainable/index.asp) discuten el concepto «licencia social para operar» en sus páginas web.

[7] Algunas ONGs vinculadas a temas ambientales y de recursos naturales incluyen este concepto dentro de las políticas que respaldan y promueven. Ver, por ejemplo, las páginas web de «Business for Social Responsibility« (www.bsr.org/BSRResources/index.cfm), «GreenBiz» (www.greenbiz.com), «BPD Natural Resources Cluster» (www.bpd-naturalresources.org).

[8] En realidad, la Declaración de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente Humano (Estocolmo, 15 de junio de 1972) no reconoce expresamente el concepto de desarrollo sostenible. Dicho concepto no había madurado para entonces. No obstante, las nociones básicas del concepto de desarrollo sostenible fueron reconocidas por dicho instrumento: el carácter limitado de los recursos naturales, la capacidad limitada del medio ambiente de recuperarse, la preocupación por las generaciones futuras y la necesidad de conservar los procesos ecológicos y la biodiversidad. La Declaración de Río sobre Desarrollo y Medio Ambiente de 1992 ofrece la definición más cercana del concepto de desarrollo sostenible en un instrumento legal. KOVAR, Jeffrey D.: «A Short Guide to the Rio Declaration». En: Colorado Journal of International Environmental Law & Policy, Vol. 4:119, p. 127. El principio 4 de la declaración acierta al encontrar un equilibrio entre consideraciones ambientales y preocupaciones relativas al desarrollo al establecer que: «A fin de alcanzar un desarrollo sostenible, la protección del medio ambiente debe constituir una parte integral del proceso de desarrollo y no puede ser considerada independientemente de él». Algunos otros tratados internacionales, constituciones políticas e incluso normas locales también ofrecen algunas referencias útiles sobre este concepto.

[9] Ulrich Beyerlin ofrece una aguda descripción del desarrollo y de las limitaciones del concepto de desarrollo sostenible en su artículo «The Concept of Sustainable Development». En: «Enforcing Environmental Standards: Economic Mechanisms as Viable Means?», Rudiger Wolfrum (ed.), Berlín, Spring, 1996.

[10] Para acceder a un ejemplo de una constitución reciente que recoge el concepto de desarrollo sostenible, ver la Constitución Política de Colombia de 1991, artículo 80: «El Estado planeará el manejo y uso de los recursos naturales a fin de garantizar su desarrollo sostenible, conservación, restauración o reemplazo. (...)».

[11] Muchos de los comentarios que se ofrecen en este artículo se aplican con bastante precisión a los financiamientos estructurados bajo el esquema conocido como «project finance«, aunque en general son válidos para otros mecanismos que involucran fuentes externas. La técnica de «project finance « puede ser definida como un complejo programa de financiamiento para una unidad económica independiente en la que la empresa que patrocina el proyecto asume únicamente parte del riesgo que éste implica, y en el que las garantías están generalmente restringidas a los activos involucrados en el proyecto y el crédito se repaga fundamentalmente con los ingresos que el propio proyecto genera (flujos). Este tipo de financiamiento se utiliza generalmente para proyectos de gran envergadura y es auspiciado por consorcios internacionales de instituciones financieras. Página web de UBS, Dictionary of Banking /Project Finance.

A primera vista, uno podría ser inducido a pensar que este tipo de requisitos es impuesto principalmente por el país anfitrión de la inversión, en su afán de preservar el medio ambiente al mismo tiempo que satisface las necesidades de desarrollo y de infraestructura de la población. Sin embargo, son precisamente las instituciones financieras que otorgan el crédito las que promueven este tipo de imposiciones.

Algunas veces, incluso, puede sorprender el hecho de que muchos de estos requisitos no solamente son mayores en número que aquéllos impuestos por la legislación local, sino que también más exigentes en términos de estándares de cumplimiento. En términos generales, se podría afirmar que, en algunos casos, los prestamistas[12] se concentran en la legislación del país anfitrión para fijar sus estándares ambientales, pero en muchos de ellos, sobre todo en aquéllos que involucran financiamiento internacional, las instituciones financieras preferirán basar el componente ambiental de sus políticas crediticias en estándares internacionales como requisitos indispensables para el desembolso del crédito.

Este artículo indaga acerca del por qué de la preocupación de las instituciones financieras por los aspectos ambientales de los proyectos que financian. Con este propósito, se presentan algunas hipótesis que sustentan las motivaciones de bancos y otros intermediarios financieros para adoptar políticas crediticias que ponderan las prácticas ambientales saludables de los prestatarios. Asimismo, se esboza en forma general el contenido del componente ambiental de dichas prácticas crediticias y se presentan algunas medidas concretas que actualmente se vienen aplicando en el sector financiero para fomentar el desarrollo sostenible. Se ofrece igualmente una breve referencia sobre la evolución histórica de esta tendencia.

Este análisis considera dos instituciones que reflejan de una manera ejemplar los temas tratados aquí; una del sector público internacional, y la otra, una institución netamente privada con fines de lucro. Hablamos del Banco Mundial, probablemente el líder de esta tendencia entre los organismos multilaterales de desarrollo (OMD), y de *Union de Banque Suisse-UBS*, líder mundial en el movimiento pro ambientalista dentro de la esfera financiera internacional.

El objetivo principal es mostrar cómo las preocupaciones que los OMD muestran por los aspectos ambientales de un proyecto determinado y el concepto de desarrollo sostenible han influido en el establecimiento de sus políticas para el otorgamiento de créditos y el patrocinio de proyectos de desarrollo, y hasta qué punto esta aproximación hacia el financiamiento de proyectos ha sido también adoptada por bancos privados[13] en sus operaciones cotidianas con sus clientes.

Finalmente, se presentan dos aspectos muy concretos del financiamiento de un proyecto que actualmente está en plena operación en el Perú, en el que los aspectos ambientales de su financiamiento experimentaron algunas de las consideraciones específicas que se desarrollan a continuación. Se sugiere que algunos de los aspectos ambientales del proyecto afectaron de alguna manera la obtención de su financiamiento, lo que refleja la importancia y el peso específico que las instituciones financieras otorgan a estos temas.

1. EL BANCO MUNDIAL Y EL MEDIO AMBIENTE

Escribir sobre la política ambiental del Banco Mundial es una tarea titánica. No es intención de este artículo tratar los temas o problemas más relevantes de esta disciplina al interior de esta institución o de otros OMD. Son áreas sumamente vastas y complejas, y cualquier intento de un análisis sistemático escaparía a los objetivos planteados. En el Banco Mundial, por ejemplo, la política ambiental abarca temas que van desde la creación de políticas de salvaguardia y lineamientos ambientales para diversos sectores industriales hasta el establecimiento de nuevos órganos independientes que fiscalizan el desempeño del propio banco y que constituyen foros de resolución de conflictos para los afectados por los proyectos que el banco patrocina.

[12] Si bien el término legal apropiado designar a quien presta dinero (u otros bienes consumibles) es «mutuante» (Código Civil, artículo 1648 y siguientes), se ha preferido el uso de la versión coloquial «prestamista» y de su contraparte «prestatario» para reflejar la variedad de mecanismos empleados y de entidades que fungen de intermediarios financieros. Adicionalmente, hay numerosas referencias a legislación y jurisprudencia extranjeras que no necesariamente se enmarcan dentro de este tipo de contrato.

[13] Los términos «bancos privados», «bancos comerciales» (en contraposición a «bancos de desarrollo»), «instituciones financieras», y «prestamistas comerciales» se usan indistintamente a lo largo de esta parte del texto. Los autores consultados utilizan estos términos o su equivalente en el idioma original e incluso otros más para referirse a estas instituciones. De ahí la decisión de no restringir el uso de los distintos sinónimos a una sola alternativa.

La historia del desarrollo de la política ambiental al interior del Banco Mundial es una muestra a escala de lo que ha venido sucediendo en general en la sociedad, y en particular en la comunidad financiera internacional. En ese sentido, la razón principal por la que se incluye un análisis de esta institución, es porque ofrece una inigualable oportunidad para demostrar cómo los aspectos ambientales han influido significativamente en la actividad financiera. La hipótesis que subyace a este análisis es que la preocupación por los temas ambientales, tanto a nivel internacional en los OMD como a nivel local en los bancos comerciales, ha condicionado el contenido de los criterios empleados para el otorgamiento de crédito y el análisis de riesgo de las inversiones.

1.1 Evolución histórica

La política ambiental en los OMD es relativamente reciente. Si bien durante los años setenta y comienzos de los ochenta ya existía una conciencia sobre la magnitud del problema, no es sino hasta mediados de los años ochenta que el Banco Mundial establece una política definida de protección del medio ambiente en los proyectos que patrocina[14]. Progresivamente, esta preocupación fue tomando fuerza y pasó de ser un aspecto marginal de los objetivos principales de desarrollo y crecimiento macroeconómico de los países miembros del banco, a constituir un objetivo independiente, inseparable del desarrollo económico, articulado en el concepto de «desarrollo sostenible».

No es posible hacer una reseña de la evolución de la política ambiental del Banco Mundial sin mencionar el proyecto «Polonoroeste» en Brasil. Este proyecto, que consistió en pavimentar una carretera de mil quinientos kilómetros desde el sur-centro hasta la parte nor-occidental de Brasil, es un hito en la historia de la política ambiental del banco por dos razones fundamentales: porque fue el primero en el que el banco puso en práctica esta nueva actitud hacia el medio ambiente al presentar una atención sin precedentes a mitigar los efectos adversos de un proyecto en el medio ambiente y en las poblaciones indígenas[15]; y porque se convirtió en el centro de los ataques de las ONGs ambientales hacia el desempeño del banco[16]. La situación llegó a un punto en que los desembolsos tuvieron que ser suspendidos, en atención a las recomendaciones del informe parcial que establecía las razones que sustentaban la suspensión[17]. Un aspecto clave de la reacción del banco frente a las consecuencias que el proyecto estaba generando es la oportunidad en que esta reacción se produce. Es significativo el hecho de que el banco adoptó medidas de tipo reactivo, ante la inminencia e incluso existencia misma de las consecuencias del proyecto, antes que medidas de tipo preventivo.

Progresivamente, esta tendencia hacia el medio ambiente fue fijando objetivos cada vez más ambiciosos. La orientación que se fue imponiendo se alejaba cada vez más de una mera protección del medio ambiente en forma atomizada y asistemática, y apuntaba a una visión más integral y sistemática de «manejo ambiental». La premisa subyacente era que la «sostenibilidad»[18] ambiental era una limitación necesaria al desarrollo y que, consecuentemente, este criterio debía ser tomado en cuenta para elegir patrones integrales en el desempeño de actividades económicas. Este nuevo factor implicaba que, en adelante, los proyectos no serían elegidos sobre la base de criterios puramente económicos y luego adaptados para reducir su impacto ambiental y social, sino por el contrario, los estándares ambientales debían incorporarse desde el inicio de la evaluación y selección de los proyectos.

El objetivo dejaba de ser que quienes contaminaban pagasen por el perjuicio que

[14] WADE, Robert: «Greening the Bank: The Struggle over the Environment, 1970– 1995". En: The World Bank. Its First Half Century, Volumen 2, Devesh Kapur, John P. Lewis & Richard Webb, Editors, Brookings Institution Press, Washington, D.C., p. 636-637

[15] Este un claro ejemplo de cómo los aspectos estrictamente ambientales de un proyecto se mezclan con las consecuencias sociales que ese mismo proyecto genera en las poblaciones que habitan en el área de influencia del proyecto.

[16] Para mayores detalles sobre las críticas a la participación del Banco Mundial en este proyecto, revisar Rich, Bruce: « Multi-lateral Development Banks: Their Role in Destroying the Global Environment», En: Ecologist, Volumen 15, No. 1/2 (1985); y, Sierra Club,Bankrolling Disasters: International Development Banks and the Global Environment (Sierra Club, 1986). Ambos artículos citados por Wade, op. cit., p. 638.

[17] WADE, Robert, op. cit., p. 652.

[18] El término «sostenibilidad» no está aceptado por la Real Academia Española en la vigésima segunda edición de su «Diccionario de la Lengua Española». Hecha la atingencia, el vocablo se emplea en el texto al amparo de la licencia otorgada por el habla de la comunidad profesional vinculada con el medio ambiente, que por sí misma constituye una fuente normativa. Esta atingencia se aplica a otros términos similares empleados a lo largo del texto.

habían causado y pasó a ser el eliminar la necesidad de contaminar o destruir la diversidad biológica de un área determinada[19]. La aproximación hacia el problema de «desarrollo *versus* medio ambiente» comenzaba a identificarse en mayor medida con el Principio Precautelatorio, una aproximación *ex-ante* y de tipo preventivo, y dejaba de lado el principio «Quien Contamina Paga» o «Contaminador-Pagador», una aproximación *ex-post*, orientada hacia mecanismos de indemnización propios de la responsabilidad civil o administrativa[20].

Otro acontecimiento importante en la evolución de la política ambiental del banco ocurrió en 1986. El Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James Baker, instruyó al director ejecutivo de los Estados Unidos dentro del banco para votar en contra de la aprobación del préstamo para desarrollar un proyecto de generación de energía eléctrica en Brasil[21]. El desarrollo de este caso es sumamente importante para este análisis porque demuestra cómo las preocupaciones ambientales de las instituciones financieras influyen de tal manera en las decisiones para el otorgamiento de crédito, al punto en que el financiamiento es denegado y el proyecto es rechazado por sus consecuencias ambientales.

A pesar de que el préstamo fue finalmente aprobado, la conducta de los Estados Unidos representó la primera vez que un país miembro votó en contra de la aprobación del otorgamiento de un crédito sobre la base de consideraciones ambientales del proyecto. Es importante enfatizar la magnitud de la reacción del banco hacia un proyecto con impactos negativos sobre el medio ambiente. Recordemos que el caso «Polonoreste», en el que por primera vez el banco mostró una reacción institucional hacia el impacto ambiental del proyecto, la reacción fue la suspensión de los desembolsos[22]. En este caso, el banco estaba considerando si aprobaba o rechazaba el proyecto, lo que puede considerarse como una medida mucho más significativa que la suspensión, debido a que implica la «internalización» de los criterios ambientales como puntos clave en la evaluación de la factibilidad de un proyecto en particular.

El año 1987 representó otro momento importante en el tema ambiental al interior del banco. La era de la institucionalización de la protección ambiental estaba a punto de comenzar y el banco emprendía una reforma en la estructura de su departamento ambiental[23]. Junto con esta reforma, el banco creó una serie de reglas y procedimientos que servirían de base para la evaluación ambiental de los nuevos proyectos. Estas dos iniciativas constituyeron una clara muestra del cambio de actitud del banco respecto de la protección ambiental, en la que ésta dejaba de ser una cuestión excepcional y pasaba a ser una cuestión rutinaria[24].

Finalmente, y bajo el riesgo de simplificar demasiado este recuento de la evolución de la política ambiental del Banco Mundial, no se puede dejar de mencionar una de las más recientes muestras de esta nueva tendencia: la creación del Panel de Inspección. Esta dependencia interna del banco funciona como un foro destinado a que las personas o poblaciones que se han visto afectadas por un proyecto que ha sido financiado total o parcialmente por el banco puedan expresar descontento. Esta queja activa un mecanismo de investigación dirigido fundamentalmente a determinar si el banco ha respetado sus políticas y lineamientos internos. A pesar de todas las críticas que ha recibido esta iniciativa, que van desde acusaciones sobre la falta de independencia hasta el desincentivar a los funcionarios del banco para buscar soluciones creativas pero arriesgadas, el Panel de Inspección ha representado todo un avance respecto de prácticas ambientales previas[25].

---

[19] WADE, Robert: op.cit., p. 654.

[20] Estos dos principios son dos de los pilares de la estructura actual del derecho ambiental. Ver GAINES, Sanford: «The Polluter Pays Principle: From Economic Equity to Environmental Ethos», para acceder a una revisión del contenido y limitaciones del principio «Contaminador – Pagador» o «Quien Contamina Paga». Para un análisis equivalente del Principio Precautelatorio, ver FREESTONE, David: «The Precautionary Principle». En: International Law and Global Climate Change, Robin Churchill y David Freestone (Editors), Cambridge: The MIT Press, 1993.

[21] El proyecto consistía en la construcción de veinticinco represas para un sistema de generación de energía eléctrica en Brasil. Generalmente, los proyectos de generación de energía eléctrica que implican la construcción de represas acarrean impactos ambientales de grandes dimensiones en las áreas de influencia del proyecto. Esto explica por qué el Banco Mundial ha aprobado una política de salvaguardia ambiental precisamente sobre este tema. Seguridad de las Represas (O.P. 4.37 y B.P. 4.37)

[22] WADE, Robert: op. cit., p. 670.

[23] El entonces presidente del banco, Barber B. Conable, designó una nueva estructura para el departamento ambiental. Creó un departamento ambiental central y cuatro Divisiones Ambientales Regionales (REDs, por sus siglas en inglés), cada una de las cuales destinada a servir a una o dos regiones. WADE, Robert: op. cit., p. 671-672.

[24] Ibid, p. 673-675.

[25] Ibid, p. 728-729.

1.2 Factores que determinan la actitud del Banco Mundial frente al medio ambiente

Una rápida revisión de los factores que han motivado a los OMD a adoptar políticas ambientales significativas nos permite clasificarlas en factores económicos y en factores no económicos. Más adelante veremos cómo algunos de estos factores, especialmente aquéllos de contenido económico, son compartidos por las instituciones financieras privadas.

1.2.1 Factores económicos

Al igual que los bancos comerciales, los OMD buscan asegurar el éxito de los proyectos que financian o garantizan. En caso de que surgiera un problema ambiental en uno de los proyectos del portafolio, el riesgo de la pérdida de la inversión siempre estaría presente. Si las diferencias entre el país prestatario y el banco no llegasen a ese extremo, al menos se requeriría incurrir en algún tipo de discusión u otro mecanismo de resolución de conflictos. En cualquier caso, se generaría un problema cuya solución tomaría tiempo y recursos que de otra forma serían empleados por los OMD en otros proyectos. En otras palabras, la preocupación de los OMD por los aspectos ambientales de sus proyectos apunta a evitar este tipo de disputas, porque resultan costosas y prolongadas, y principalmente porque implican un riesgo para la propia inversión. Ha habido varios casos en la historia del Banco Mundial que han fracasado precisamente por sus aspectos ambientales. Algunos de ellos han dado lugar a ardorosos debates y han expuesto al banco en forma negativa frente al público en general. El afán por evitar estas consecuencias tan nefastas es también una seria razón para adoptar políticas ambientales serias y estrictas.

1.2.2 Factores no económicos

Distintos factores no intrínsecamente económicos han motivado a los OMD a adoptar una actitud particular frente a los aspectos ambientales de los proyectos que financian. Entre ellos hay razones de carácter ético que prácticamente obligan a los OMD, como instituciones públicas, a preocuparse por el bienestar general y por el desarrollo de las naciones que representan. Por otro lado, hay también presión diplomática y política de ciertos países por promover la protección del medio ambiente y el desarrollo sostenible en determinadas regiones políticamente sensibles, así como preceptos generalizados y cada vez más aceptados sobre la importancia del medio ambiente y de la conservación de la diversidad biológica, y por supuesto, razones legales provenientes del derecho internacional. La historia de la práctica ambiental del Banco Mundial revela que la presión que ejercen las ONGs de corte ambiental ha sido otra de las razones extra-económicas que ha determinado el cambio en las políticas ambientales de estos organismos.

Dentro de las razones legales que sustentan esta nueva actitud encontramos audaces hipótesis dentro del derecho internacional: i) los OMD son sujetos del derecho internacional y por lo tanto se les aplican las obligaciones que provienen de dicho régimen[26]. El argumento principal de esta hipótesis es que los OMD tienen personalidad jurídica en el derecho internacional y como tales requieren de un marco normativo que establezca el alcance de sus derechos y obligaciones.[27] Adicionalmente, la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados[28] y la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados entre Estados y Organizaciones Internacionales[29] de alguna manera ofrecen un sustento legal positivo para afirmar que los OMD sujetos están sujetos a los principios y normas consuetudinarias del derecho internacional[30]; ii) la protección del medio ambiente y el desarrollo sostenible son parte integral del mandato de las organizaciones internacionales y por tanto su implementación es una obligación ineludible[31]. Este planteamiento

[26] MONGERSTEN, Felice: «Legal Problems of International Organizations« 32, 1986, citado por HANDL, Gunther: «The Legal Mandate of Multilateral Development Banks as Agents for Change toward Sustainable Development «, American Journal of International Law, Volume 92, Issue 4, 1998, p. 654. Este autor no encuentra ninguna razón válida para no aplicar a los OMD las reglas generalmente reconocidas como aplicables entre los estados que no sean por su naturaleza incompatibles con organizaciones internacionales. De hecho, el autor sugiere que la aplicación de estas reglas debería darse en forma automática.

[27] HANDL, op. cit., p. 655

[28] Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados. Viena, 23 de mayo de 1969. No. 18232. 1155 UNTS 331.

[29] Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados entre Estados y Organizaciones Internacionales. Viena, 21 de marzo de 1986. 25 ILM 543 (1986).

[30] Los artículos 38 de ambos convenios citados reconocen que nada impide a una regla establecida en un tratado internacional el resultar obligatoria para un tercer Estado u organización internacional como una norma consuetudinaria de derecho internacional, siempre que esta norma haya sido reconocida como tal.

[31] Ésta es quizás una de las hipótesis más controvertidas, puesto que en algunos casos – nuevamente el Banco Mundial es, tal vez, uno de los casos más notables – el estatuto de los organismos internacionales no contempla expresa y claramente la protección del medio ambiente como uno de los objetivos de la institución, como sí lo hace respecto del desarrollo económico y la eliminación de la pobreza extrema.

se apoya en el hecho de que los organismos internacionales han comenzado a ser considerados con mayor fuerza como sujetos a un conjunto de normas consuetudinarias de derecho internacional, dentro de las cuales la protección del medio ambiente juega hoy en día un rol preponderante, lo que finalmente ha determinado la sujeción de los organismos internacionales a estas metas[32]; iii) los tratados multilaterales en materia ambiental son obligatorios para los OMD. Esta es probablemente la más audaz de las teorías legales para sustentar la aplicabilidad de los objetivos mencionados a los OMD, especialmente si consideramos que ni el Banco Mundial ni ningún otro banco regional de desarrollo han suscrito ninguno de los tratados internacionales en materia ambiental posteriores a la Declaración de Río[33].

El sustento legal de esta hipótesis es que los tratados internacionales que se ocupan de las preocupaciones fundamentales de la comunidad internacional en general, y que como tales gozan del apoyo de la gran mayoría de los estados, de las organizaciones internacionales y demás actores transnacionales, crean expectativas generalizadas de cumplimiento y reflejan estándares legales de aplicabilidad general. La idea es que estos tratados ofrecen claras señales sobre la orientación y la autoridad de los conceptos normativos involucrados, y reflejan la intención de la comunidad internacional de asegurar su efectividad, por lo que deben ser consideradas como capaces de crear derechos y obligaciones para los OMD, independientemente de si sus estipulaciones puedan o no constituir normas consuetudinarias de derecho internacional[34].

1.3 El contenido de la política ambiental del Banco Mundial

La política ambiental del Banco Mundial y de otros OMD es bastante más compleja de lo que se describe a continuación. La intención es solamente ofrecer una visión panorámica de la situación actual y algunas referencias concretas en línea con las hipótesis e interrogantes planteadas en este análisis. De un modo general, podría afirmarse que el Banco Mundial utiliza dos tipos de instrumentos dentro de su política ambiental. Por un lado, el banco emplea lineamientos y políticas operacionales que se utilizan para evaluar las consecuencias de los proyectos propuestos y para ajustar su diseño a estándares aceptados. Esta técnica trabaja con una aproximación *ex-ante* a cualquier contingencia ambiental, es decir, de tipo preventivo, y es la más ampliamente empleada en las operaciones cotidianas del banco. Por otro lado, emplea también mecanismos o instrumentos que tienen una aproximación *ex- post*, es decir, que se activan cuando el daño al medio ambiente, a las comunidades locales o al patrimonio cultural ya se ha producido o está próximo a ocurrir. El Panel de Inspección es quizás el ejemplo más representativo de este segundo grupo.

1.3.1 Lineamientos y Políticas

Grosso modo, el Banco Mundial tiene dos fuentes de estándares ambientales. Por un lado, se guía por el Manual Operativo,[35] para efectos de sus políticas operacionales, normas de procedimiento, directivas operacionales y prácticas recomendadas, y de otro lado, observa el Manual de Prevención y Disminución de la Contaminación,[36] para

---

[32] HANDL, op. cit., p. 657 – 658.

[33] Declaración de Río sobre Desarrollo y Medio Ambiente. Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y Desarrollo. Río de Janeiro, Brasil, 1992.

[34] Handl, Id, p. 661. El autor encuentra el sustento legal de esta hipótesis en el hecho de que una regla de derecho internacional, establecida en un tratado, puede obligar a un tercer estado u organismo internacional, como una regla consuetudinaria del derecho internacional, pero reconoce que ofrecer una base legal más precisa para este concepto general es por demás una tarea controvertida, sobre todo si se tiene en cuenta el artículo 35 del Convenio de Viena sobre Tratados Internacionales, que exige que para que una estipulación de un tratado obligue a un tercero (organismo internacional en este caso), las partes contratantes del convenio deben haberlo establecido así en el texto y, adicionalmente, el tercero debe aceptar dicha obligación expresamente y por escrito. Si tomamos esta regla al pie de la letra, todo tratado internacional en materia ambiental debería contener una referencia en este sentido, sin perjuicio de la necesidad de contar con la declaración formal y por escrito de los OMD reconociendo su rol y aceptando las obligaciones que surjan para ellos del convenio. Como quiera que nada de esto ha sucedido, Handl y la comunidad legal internacional en general emplean otros ingeniosos mecanismos legales que sustenten la sujeción de los OMD a los tratados internacionales y las metas y objetivos que éstos promueven. Es por ello que, en parte al menos, Handl se apoya en los artículos 38 de las Convenciones de Viena antes citadas.

[35] The Operational Manual. http://wbln0018.worldbank.org/institutional/manuals/opmanual.nsf/textonly

[36] Pollution Prevention and Abatement Handbook 1998 Toward Cleaner Production. El Grupo del Banco Mundial en colaboración con el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente y la Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial. The World Bank Group, Washington D.C., 1999. Página web:http://lnweb18.worldbank.org/essd/essdext.nsf/51ByDocName/ollutionPreventionandAbatementHandbook

efectos de los estándares ambientales propiamente dichos.

El Manual Operativo está compuesto por Políticas Operativas (O.P.), que establecen los parámetros para las operaciones del banco y también describen las circunstancias bajo las cuales se admiten excepciones a dichos parámetros; Normas de Procedimiento del Banco (B.P.), que explican cómo los funcionarios del banco ponen en práctica las recomendaciones delineadas en las políticas operacionales, y especifican los procedimientos y la documentación requerida para asegurar calidad y consistencia a lo largo de las distintas regiones en las que se divide el banco; Practicas Recomendadas (G.P.), que consisten en recomendaciones y asesoría sobre la implementación de las políticas, como por ejemplo, la historia y antecedentes del tema en particular, el contexto del sector, el marco analítico y ejemplos de prácticas recomendadas; Directivas Operacionales (O.D.), que contienen una mezcla de políticas, procedimientos y recomendaciones. Las O.D. están siendo progresivamente reemplazadas por O.P., B.P. y G.P., que presentan las políticas, procedimientos y recomendaciones en forma separada; y finalmente, por Memorándum Operacionales (O.P. Memos), que son instrucciones interinas previstas para que posteriormente constituyan O.P., B.P. u O.D. Una vez que las instrucciones de los OP Memos se incorporan en las respectivas O.P. o B.P., los O.P. Memos son retirados[37].

Como parte del Manual Operativo, el banco ha incluido a las políticas de salvaguardia[38], que son diez grupos de Políticas Operacionales, Normas de Procedimiento del Banco, Directivas Operacionales y Prácticas Recomendadas que reflejan los estándares de cumplimiento que el Banco Mundial se propone alcanzar en materia ambiental, social y cultural. El objetivo es asegurar que en estas diez áreas que resultan críticas para las operaciones del banco, las eventuales consecuencias adversas de los proyectos sean adecuadamente identificadas, minimizadas y mitigadas. Debido a la relevancia de los temas tratados en las políticas de salvaguardia, éstos reciben especial atención durante el proceso de preparación y aprobación del proyecto.

El banco realiza una revisión de cada proyecto propuesto y determina la extensión y tipo de Evaluación Ambiental que corresponde preparar, y determina igualmente si el proyecto activa la intervención de alguna de las políticas de salvaguardia. Los proyectos son clasificados en cuatro categorías (A, B, C y FI), dependiendo del tipo de proyecto, ubicación, sensibilidad, y escala, además de la naturaleza y magnitud de los potenciales impactos ambientales.

Por su parte, el Manual de Prevención y Disminución de la Contaminación, contiene tres categorías de lineamientos: i) lineamientos genéricos, que incluyen secciones sobre manejo de calidad de agua y aire; ii) lineamientos específicos referidos a sustancias contaminantes y las técnicas para controlarlas, y iii) lineamientos específicos referidos a sectores industriales, cada uno de los cuales incluye estándares de emisiones para los tipos de operaciones frecuentes en la industria respectiva.

1.3.2 El Panel de Inspección y el *Ombudsman*/ Asesor en materia de cumplimiento

El Panel de Inspección, un órgano sin precedentes en el ámbito internacional, fue creado en 1993 para proporcionar un foro independiente a ciudadanos que se consideraran afectados por un proyecto financiado por el Banco Mundial.[39] Los ciudadanos y poblaciones que, luego de conversar con los funcionarios responsables del proyecto, consideren que la amenaza o los efectos negativos del proyecto persisten, pueden transmitir su preocupación al Panel de Inspección a través de una solicitud de inspección[40].

La solicitud debe identificar cuáles son los lineamientos, procedimientos o políticas del propio banco que no se han observado durante el diseño, valorización o implementación del proyecto, y que han afectado a los pobladores

[37] The Inspection Panel, Bank Policies and Procedures, Operation Manual www.inspectionpanel.org

[38] Las diez políticas de salvaguardia (o «Safeguard Policies», según su denominación original) son 1. «Evaluación Ambiental», 2. «Hábitats Naturales», 3. «Bosques» (denominada «Silvicultura» hasta noviembre de 2002), 4. «Control de Plagas», 5. «Patrimonio Cultural», 6. «Reasentamiento Involuntario», 7. «Pueblos Indígenas», 8. «Seguridad de las Represas», 9. «Proyectos en Aguas Navegables Internacionales», y 10. «Proyectos en Áreas en Disputa». Página web: http://Inweb18.worldbank.org/ESSD/essdext.nsf/52ByDocName/SafeguardPolicies

[39] Para efectos de esta sección cualquier referencia al Banco Mundial implica al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y a la Asociación Internacional de Fomento.

[40] Press Release, New Independent Inspection Panel Office Opens (Setiembre 7, 1994) www.inspectionpanel.org

o a sus intereses. El Panel de Inspección funciona sobre la base de las normas de procedimiento aprobadas por la norma de su creación[41].

La creación de esta oficina es una significativa evidencia de que la preocupación del Banco Mundial por el medio ambiente, el patrimonio cultural y los aspectos sociales de los proyectos que financia va más allá de una mera declaración de principios y de la aprobación de estándares de cumplimiento. Esta iniciativa revela que la tendencia hacia la protección del medio ambiente ha alcanzado las estructuras internas de los organismos multilaterales de desarrollo a un punto en el que los propios organigramas se han tenido que reestructurar para dar cabida a estos nuevos objetivos y preocupaciones de la comunidad financiera internacional.

En parte al menos, el *Ombudsman*/Asesor en materia de Cumplimiento (OAC) es para la Corporación Financiera Internacional (CFI) y el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI)[42], lo que el Panel de Inspección es para el Banco Mundial. La decisión de crear esta oficina obedece también a la voluntad de ofrecer un pilar adicional en la creación de una estructura confiable y verosímil para asegurar que los proyectos sean saludables en términos ambientales y sociales, y para incrementar la contribución de la CFI y del OMGI al desarrollo sostenible. El OAC tiene como objetivo proporcionar un mecanismo que permita a los individuos y comunidades impactadas por proyectos financiados por el CFI o garantizados por el OMGI expresar sus preocupaciones directamente[43].

El OAC tiene tres roles fundamentales: i) asesorar y colaborar con la CFI y el OMGI en la atención de las quejas formuladas por las personas directamente afectadas, en forma justa, objetiva y constructiva (labor de *Ombudsman*), ii) supervisar las auditorias de cumplimiento efectuadas por CFI/OMGI, el desempeño ambiental y social en general, y los proyectos en particular (auditor de cumplimiento) y, iii) proporcionar asesoría independiente al presidente y funcionarios en proyectos específicos, así como asesoría general respecto de políticas, procedimientos y lineamientos en materia ambiental y social.

El rol de *Ombudsman* es el más innovativo de los tres. Está orientado a proporcionar un escenario y los procedimientos adecuados para que las partes involucradas encuentren soluciones satisfactorias a sus diferencias. Se preocupa de identificar los problemas, recomendar medidas, utilizar mecanismos de conciliación y resolución de conflictos para cumplir con sus objetivos[44]. Este rol de *Ombudsman* es el que hace al OAC equivalente al Panel de Inspección, y el que lo convierte en una valiosa herramienta para la protección del medio ambiente contra decisiones financieras desacertadas.

La creación del Panel de Inspección al interior del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), y la Asociación Internacional de Fomento (AIF)[45], y la creación de la oficina del OAC al interior de la CFI y el OMGI son dos buenos ejemplos de la reacción de los OMD frente a esta tendencia.

La presencia de estas dos instancias dentro de la estructura de ambas instituciones financieras internacionales respalda la hipótesis que subyace a este análisis: los aspectos ambientales tienen un peso específico en la evolución de potenciales proyectos y, por lo tanto, juegan un papel significativo como uno de los criterios más sensibles dentro de las políticas crediticias de las instituciones financieras internacionales. La creación de estas dependencias prueba además que la preocupación por el medio ambiente al interior de estas instituciones ha alcanzado un lugar tan preponderante en su jerarquía de valores y principios, que ellas mismas han creído conveniente proporcionar un foro idóneo para que terceros puedan cuestionar los actos de los propios miembros del grupo financiero.

2. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS Y EL MEDIO AMBIENTE: LA CONSIDERACIÓN DE LOS ASPECTOS AMBIENTALES COMO HERRAMIENTA FUNDAMENTAL PARA LA DELIMITACIÓN DE SUS POLÍTICAS CREDITICIAS

[41] El Panel de Inspección fue creado por Resolución No. 93-10 del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, y por idéntica resolución No. IDA 93-6 de la Asociación Internacional de Fomento, ambas del 22 de setiembre de 1993. www.inspectionpanel.org/resolution

[42] Tanto la CFI como el OMGI son parte del Grupo del Banco Mundial.

[43] Compliance Advisor Ombudsman (CAO), Terms of Reference, International Finance Corporation,www.ifc.org/cao

[44] www.ifc.org/cao, Compliance Advisor Ombudsman (CAO), Introduction, International Finance Corporation

[45] BIRF y AIF son, junto con el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI), los otros tres miembros del Grupo del Banco Mundial. Usualmente, cuando se habla coloquialmente del «Banco Mundial», se hace referencia al BIRF y/o a AIF.

Una tendencia muy similar a la observada en los OMD se puede apreciar en los bancos comerciales. Esta parte del análisis discute hasta qué punto los bancos privados toman en cuenta el riesgo ambiental proveniente de los proyectos en los que se involucran como prestamistas, y qué medidas concretas adoptan como consecuencia de esta preocupación para evitarlo o minimizarlo. La adopción de medidas concretas para garantizar prácticas ambientales saludables se conoce informalmente en el medio anglosajón como el proceso de «enverdecer»[46] los créditos bancarios y/o las políticas crediticias.

2.1 Evolución histórica y situación actual de la responsabilidad ambiental de los prestamistas en los Estados Unidos

La historia de la responsabilidad ambiental de los bancos comerciales en los Estados Unidos es sin lugar a dudas una valiosa lección para entender el por qué de la tendencia reseñada líneas arriba respecto de la protección del medio ambiente. En menos de veinte años, desde la promulgación de CERCLA[47], la ley que regula la responsabilidad ambiental, en 1980, hasta su modificación mediante la promulgación de la ley que regula la responsabilidad ambiental de los prestamistas[48], en 1996, es quizás el país que más rápido ha desarrollado un complejo sistema de responsabilidad ambiental para las instituciones financieras.

En términos generales, se podría afirmar que durante años la eventual responsabilidad ambiental de los prestamistas como consecuencia de las prácticas ambientales de sus clientes fue ignorada o por lo menos, no fue considerada como una amenaza general para la comunidad financiera.

Las cosas no tardarían en cambiar. A partir de 1980, como consecuencia de la promulgación de CERCLA, la comunidad financiera comenzaría a enfrentar un problema originado por las prácticas ambientales de sus clientes[49]. Esta tendencia, desarrollada fundamentalmente en la arena judicial, se cristalizó en el caso *«United States vs. Fleet Factor»*[50] que tuvo un gran impacto en el estatus legal de la responsabilidad ambiental de las instituciones financieras. La reacción de los afectados tampoco tardó en llegar. A mediados de los noventa, la comunidad bancaria intercedió ante el legislativo y como consecuencia de una agresiva campaña logró la modificación de CERCLA[51], en la que se incluyó una sección «a la medida» para reducir e incluso eliminar la responsabilidad de los prestamistas por las operaciones de sus clientes que generaban contingencias ambientales.

El desarrollo de estos acontecimientos, descrito aquí en unas pocas líneas, recorrió sin embargo un arduo y espinoso camino antes de otorgar a sus gestores la tranquilidad que buscaban. Y aun cuando algunas de estas disposiciones legales hayan sido modificadas o simplemente eliminadas del sistema legal americano actual, su sola presencia en la cronología de los acontecimientos relevantes para esta parte del sistema legal, refleja la importancia de los aspectos ambientales para las instituciones financieras en los últimos veinte años y explica el sustento de las políticas crediticias actuales.

CERCLA impone responsabilidad ambiental, entre varios otros supuestos, al propietario u operador de una instalación[52]. El artículo 9601, inciso 20, del texto original de CERCLA contenía la definición de «propietario u operador». El literal a) estableció la regla general respecto de quién debía ser considerado como propietario u operador y creó la «excepción del prestamista garantizado»[53]. En teoría, este mecanismo permitía a los prestamistas liberarse de la responsabilidad ambiental proveniente de las operaciones de sus clientes, pero como veremos a continuación, algunas cortes consideraron que esta excepción no constituía

[46] Del término en inglés «to green«. Utilizado, por ejemplo, por Robert Wade en el título de su ensayo citado en la nota 14.
[47] Comprehensive Environmental Response Compensation Liability Act (CERCLA), 1980.
[48] «Asset Conservation, Lender Liability, and Deposit Insurance Protection Act», 1996.
[49] THOMAS, William, «The Green Nexus: Financers and Sustainable Development«. Georgetown International Environmental Law Review, summer 2001, p. 901.
[50] United States v. Fleet Factors Corp., 901 F.2d 1550 (11th Cir. 1990), cert. denied, 111 S. Ct. 752 (1991).
[51] Ver nota 48.
[52] KUBLICKI, Nichol, «Shockwave: Lender Liability under CERCLA after United States v. Fleet Factors Corporation «, Pepperdine Law Review, 1991, p. 513.
[53] La «excepción del prestamista garantizado» («secured lender exception«) consiste en que la categoría de «propietario u operador» no incluye a la persona que, sin participar en la administración de una embarcación o instalación, mantiene un interés en la propiedad principalmente para protegerse de un eventual incumplimiento en el repago. Esto se refiere básicamente a un banco u otro prestamista que goza de una hipoteca o cualquier otro tipo de garantía (real) a su favor sobre los activos de su cliente (prestatario).

fundamento legal adecuado ni suficiente para eximirlos de tal responsabilidad.

La fuente de responsabilidad más frecuente para los bancos era la pertenencia a la categoría «propietario u operador», en los términos de la norma citada precedentemente. Cuando se pretendía atribuir responsabilidad a un prestamista bajo este mecanismo, éste echaba mano a la excepción del acreedor garantizado y pretendía liberarse de la responsabilidad alegando que, como quiera es «una persona que, sin participar en la administración de una embarcación o instalación, mantiene un interés en la propiedad principalmente para protegerse de un eventual incumplimiento en el repago», estaba fuera de la definición de «propietario u operador» y por lo tanto exento de toda responsabilidad. Por el contrario, la autoridad pretendía evitar que el prestamista se acoja a la excepción mencionada, alegando que aquél había tenido participación efectiva en la administración de la embarcación o instalación. Como se desprende de estas posiciones antagónicas, la determinación de la responsabilidad de un prestamista bajo los alcances de CERCLA dependía de la interpretación de la «excepción del acreedor garantizado», y especialmente de los alcances del concepto de «participación en la administración»[54]. Antes de 1990, año en el que *United States v. Fleet Factor* delimitó el real contenido de la excepción del prestamista garantizado, existían dos corrientes judiciales totalmente opuestas en las cortes federales de distrito. La primera de ellas, materializada en el caso *United States v. Mirabile*[55], eximió a los bancos de responsabilidad por el daño ambiental causado por sus clientes, al amparo de la excepción del prestamista garantizado, basándose precisamente en la definición de «propietario u operador».

La segunda corriente judicial, cristalizada en *United States v. Maryland Bank & Trust Company*[56], dispuso exactamente lo contrario e imputó responsabilidad a la entidad financiera bajo el mismo esquema legal. En 1990, *United States v. Fleet Factors*, la primera interpretación de la excepción del prestamista garantizado hecha por una corte federal de circuito, restringió el ámbito de aplicación de la excepción, creando un verdadera amenaza para las instituciones financieras en los Estados Unidos[57]. La decisión rompió con todos los precedentes en el ámbito de la responsabilidad ambiental de las instituciones financieras, y generó un clima generalizado de incertidumbre entre ellas[58]. A pesar de ofrecer dos conclusiones totalmente opuestas, los casos citados requerían que el prestamista sea o bien «propietario» de las instalaciones, o que haya ejercido un alto nivel de participación en su administración, para que sea responsable por los costos de remediación. *Fleet Factors*, sin embargo, fue mucho más allá de la decisión contenida en *United States v. Maryland Bank & Trust Company*, al disponer que el prestamista era responsable por los costos de remediación bajo los alcances de CERCLA, cuando haya tenido la capacidad de influir en las prácticas de disposición de desechos (residuos) de su cliente, aun cuando no haya participado en el manejo cotidiano de las instalaciones. Con ello, la regla *Fleet Factors* convirtió en irrelevante el ejercicio efectivo de la capacidad de influir en las prácticas ambientales de sus prestatarios, y lo reemplazó por la mera eventualidad de contar con dicha capacidad.

A pesar de reconocer que la institución financiera mantenía un interés en la propiedad con el objetivo de proteger su garantía, la corte dispuso que aun así podía resultar responsable en caso de haber participado en la administración de las instalaciones. Rechazando el precepto establecido en *United States v. Mirabile*, según el cual la participación financiera de un prestamista es insuficiente para imputarle responsabilidad, la corte dispuso que un acreedor garantizado podía incurrir en responsabilidad, sin ser el operador, con sólo participar en el manejo financiero de las instalaciones a un punto que indique capacidad de la institución financiera para influir en el tratamiento de desechos de su cliente.

Las consecuencias de esta decisión fueron dramáticas. Las instituciones financieras no sólo restringieron sus créditos a la mínima expresión, sino que éstos pasaron de ser vistos como una eventual fuente de utilidades a ser considerados como una fuente real de obligaciones y pérdidas. Otra de las consecuencias de esta decisión fue la necesidad de los bancos de relativizar los patrones de supervisión respecto de las operaciones de sus clientes, a fin de evitar

[54] KUBLICKI, op. cit., p. 524.
[55] United States v. Mirabile, 15 Envtl. L. Rep. 20,992 (E.D. Pa., 1985)
[56] United States v. Maryland Bank & Trust Co., 632 F. Supp. 573 (D. Md., 1986)
[57] Kublicki, op. cit., p. 525.
[58] Ibid, p. 515

cualquier práctica que pudiera ser interpretada como «capacidad de influir en las prácticas ambientales» de los prestatarios, lo que obviamente incrementó el riesgo de la devaluación o pérdida de valor de los bienes que constituían las garantías para los préstamos que las instituciones financieras habían ya otorgado.

En 1996, como consecuencia de una intensa campaña iniciada por los bancos, el congreso de los Estados Unidos decidió modificar la sección 9601 «Definiciones» de CERCLA[59]. La modificación, que tuvo su antecedente en una norma promulgada por la Agencia Federal para la Protección del Medio Ambiente[60], proporcionó a la afligida comunidad financiera el alivio que esperaba desde los años ochenta, al excluir expresa y definitivamente a las instituciones financieras de la definición de «propietario u operador». En ese mismo sentido, la modificación se preocupó de incluir una minuciosa definición de lo que debía entenderse por «partición en la administración», a fin de evitar cualquier tipo de controversia al respecto. Es importante señalar que la modificación derogó el precepto legal establecido por el caso *Fleet Factors*, según el cual la mera capacidad de influir en las prácticas ambientales de sus clientes era suficiente para imputar responsabilidad a las instituciones financieras, y estableció un nuevo parámetro para evaluar la participación de éstas en las operaciones de sus clientes.

Si bien la situación a partir de la modificación de CERCLA es mucho más predecible y teóricamente más segura para las instituciones financieras, no se ha dicho aún la última palabra en el tema de la responsabilidad ambiental proveniente de las operaciones de los prestatarios. Y ésta es precisamente una de las razones por la cual éstas siguen preocupadas por estas sombras, aún después de varios años de haber obtenido la supuesta solución por la vía legislativa. Las posibilidades de un banco de interactuar con su cliente son infinitas. Pueden generarse un sinnúmero de situaciones no previstas en el artículo de CERCLA que excluye a las operaciones más comunes entre los bancos y sus clientes del ámbito de aplicación de la ley. En esos casos, la «participación en la administración» será analizada de acuerdo con los criterios más generales de esa misma norma.

Es precisamente aquí donde surge el riesgo. Nada le garantiza a un banco que la corte, en un caso determinado, coincida con su interpretación de «participación en la administración», o respecto de cuándo debe entenderse que el acreedor «mantiene un interés en la propiedad solo con el objetivo de proteger su garantía». Por crudo que pueda parecer, se requeriría sólo una ligera desviación de las actividades definidas en la ley como «transacciones inmunes» para activar el concepto de «participación en la administración», perder el beneficio de la «excepción del prestamista garantizado» y por tanto, ser encontrado responsable como «propietario u operador» de una instalación o embarcación. La situación descrita nos muestra: (i) la evolución y la situación actual de la responsabilidad de los prestamistas por el daño ambiental causado por sus clientes en los Estados Unidos, (ii) el rol y el peso específico de las cortes como agentes promotores de la política ambiental, especialmente en casos como éste, en el que el legislativo dejó un espacio para la interpretación, y lo más importante, (iii) la convicción de que las preocupaciones de las instituciones financieras por las prácticas ambientales de sus clientes son aún críticas, independientemente del marco legal vigente en dicho momento.

Esta breve sinopsis prueba claramente que las instituciones financieras tienen ahora aun más motivos para interesarse por el medio ambiente. Este asunto, en principio puramente legal, ha desarrollado de tal manera que ha resultado más eficiente para éstas el tomar aproximaciones de tipo preventivo que discutir judicialmente su responsabilidad, y mucho más eficientes y sencillas que abogar por normas hechas a la medida.

2.2 Los factores que sustentan las políticas ambientales de las instituciones financieras privadas

La sección anterior nos acaba de revelar quizás la razón más poderosa que ha llevado a los

[59] Ver notas 47 y 51.

[60] La norma aludida, denominada «Lender Liability under CERCLA«, fue desvirtuada por la Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia, tras alegar que la agencia carecía de la autoridad para promulgarla. La regla fue emitida nuevamente por Agencia Federal para la Protección del Medio Ambiente – EPA en 1992 como lineamientos. (57 Fed. Reg. 18,344). CRUDEN, John C., US Department of Justice, Washington D.C., «CERCLA Overview», American Law Institute – American Bar Association Continuing Legal Education, ALI – ABA Course of Study, June 25 – 29, 2001, SF97 ALI-ABA 397.

bancos privados a adoptar criterios ambientales específicos dentro de sus políticas crediticias: la responsabilidad directa. Por ello, cuando se analicen las razones legales que están detrás de esta tendencia resultará inevitable e indispensable regresar a estas líneas.

Antes de entrar en la clasificación de las razones que sustentan esta tendencia, debe mencionarse que existe una natural preocupación de cualquier inversionista por el resultado exitoso del proyecto que financia. Aunque esta premisa es igualmente válida para todos, resulta especialmente cierto para los prestamistas que financian un proyecto bajo el esquema «*project finance*», ya que en la mayoría de los casos la mejor «garantía» que los prestamistas reciben del operador es una cuidadosa revisión de los flujos proyectados, incluso por encima de las garantías que éste puede ofrecer para respaldar los créditos[61].

Independientemente del esquema escogido, se requerirán numerosos permisos, licencias y otras autorizaciones otorgadas por los distintos niveles de autoridades gubernamentales, que resultan necesarias para construir y operar las instalaciones o para llevar a cabo una actividad en especial que está sujeta a regulación.

Los prestamistas buscarán asegurarse de que todas estas autorizaciones se hayan obtenido y de ser posible, que permanezcan inmunes a cualquier posibilidad de ser cuestionadas judicialmente. Si todas las autorizaciones requeridas no se hubieran obtenido al momento del cierre del financiamiento, los prestamistas querrán cersiorarse de que no se presentarán dificultades para obtenerlas antes de que sean requeridas legalmente para la construcción u operación del proyecto. Muy a menudo, un significativo número de estas autorizaciones se refieren a temas ambientales. Los abogados de los prestamistas o sus consultores ambientales cuidarán que las autorizaciones y los requisitos legales sean consistentes con los presupuestos sobre los que se basan las decisiones financieras. En pocas palabras, buscarán asegurarse de que no exista ningún obstáculo para que el proyecto camine según los estándares financieros proyectados.

Esta preocupación, sin embargo, se aplica a todos los requisitos de un proyecto, bien ambientales o de cualquier otro tipo. La idea es que la empresa patrocinadora del proyecto necesita cumplir con cada uno de los requisitos que la legislación les imponga, a fin de evitar cualquier riesgo que pueda afectar la fuente de ingresos[62].

Los aspectos ambientales, sin embargo, dan lugar a preocupaciones más específicas para los prestamistas por los riesgos que representan en relación con las operaciones e inversiones del prestatario. Expresado en términos generales, existen dos tipos de factores detrás de esta conducta: económicos y no-económicos. Esta clasificación, no obstante, responde a objetivos académicos únicamente. Como veremos al final de esta sección, todas estas razones pueden ser reducidas a una mera motivación económica, reflejada en el objetivo de evitar pérdidas y obtener utilidades, presente en cualquier institución financiera comercial.

2.2.1 Factores económicos

Hay dos grupos de factores económicos que contribuyen a moldear las políticas crediticias de los prestamistas comerciales cuando se trata de evaluar el riesgo asociado al financiamiento de un proyecto en particular: i) razones asociadas con la imposibilidad del prestatario de repagar el préstamo, es decir, factores enmarcados dentro del análisis de riesgo; y ii) razones asociadas a la imputación de responsabilidad ambiental.

Dentro del primer grupo, todos los factores presentan un elemento en común: la incorporación de los aspectos ambientales de un proyecto como elemento clave en la evaluación de cualquier solicitud de crédito, o en cualquier otro aspecto del financiamiento del mismo. A mayor nivel de análisis y atención a los asuntos ambientales y sociales del proyecto en evaluación, menores serán las posibilidades de causar impactos ambientales de gran magnitud, y menores por tanto las

[61] Hay dos tipos de esquemas dentro de la técnica de financiamiento conocida como «project finance«: i) el esquema de recursos limitados (limited recourse scheme), en el que el prestamista tiene un acceso limitado a los bienes del operador en caso de incumplimiento, como por ejemplo, a través de el otorgamiento de garantías a favor de las instituciones financieras para respaldar los créditos, y ii) el esquema sin recursos (non-recourse project finance), que es un tipo de financiamiento prácticamente sin garantías. La afirmación aludida se refiere fundamentalmente a este último esquema de financiamiento.

[62] FRYE, Russell S., «The Role of Private Banks in Promoting Sustainable Development, from Outside Counsel's Perspective». Law and Policy in International Business, summer 1998, p. 482.

posibilidades de que el proyecto fracase como consecuencia de una situación como ésta.

Incluso si el proyecto cuenta con todas las licencias y permisos requeridos para operar, es posible que los pasivos ambientales sean de tal magnitud que pueden llegar a afectar la capacidad de repago del prestatario. Una situación como ésta sería crítica para cualquier prestamista comercial, pero resulta aun de mayor trascendencia para un ente financiero que promueve un financiamiento bajo el esquema «*project finance*» de recursos limitados o sin recursos, en la medida que no hay o hay muy pocas garantías que ejecutar a fin de recuperar el crédito otorgado. De hecho, para compañías poco capitalizadas o en el caso de proyectos financiados bajo el esquema «sin recursos», el costo de remediación en caso de una contingencia de magnitudes considerables puede poner en riesgo las legítimas expectativas de los prestamistas de recuperar sus inversiones y obtener utilidades, por no mencionar la posibilidad de poner a la empresa patrocinadora del proyecto al borde de la insolvencia[63].

En algunas ocasiones, el daño ambiental ha interferido con el uso continuo de todo o parte de las instalaciones del proyecto. Una severa contingencia ambiental puede interferir con la capacidad de la empresa de producir los bienes o prestar los servicios que constituyen su objeto social. La cantidad y magnitud de las consecuencias que pueden surgir de una contingencia ambiental son infinitas. Incluso, contingencias ambientales relativamente pequeñas pueden causar una seria caída en la cotización de los valores mobiliarios de la empresa, afectando así la posibilidad de obtener capital adicional en caso de ser necesario y reduciendo el valor de las acciones que el prestamista pueda tener en garantía de sus créditos, e incluso dando lugar a costosos y engorrosos litigios entre accionistas[64].

Al analizar la racionalidad de las auditorías ambientales, Russell Fry plantea otra hipótesis en relación con el daño ambiental causado por prestatarios y el potencial que éste tiene para afectar su capacidad de repagar los préstamos, introduciendo el concepto de «credibilidad ambiental» como una medida estándar para establecer el récord de cumplimiento del prestamista en materia ambiental. Fry afirma que bajos niveles de credibilidad ambiental pueden ser una indicación de dos tipos de eventuales problemas futuros para el prestamista. El primero se refiere a los efectos y consecuencias financieras que prácticas ambientales cuestionables de los prestatarios pueden acarrear para el mismo prestamista, y en particular, en el valor de los bienes que se otorgan en garantía del crédito otorgado por el prestamista, de ser el caso.

El segundo tipo de problemas se refiere a las consecuencias que el daño ambiental en otras instalaciones o líneas de producción del prestatario pueda originar en su situación financiera y/o económica en general. El autor propone que aun cuando las instalaciones o el proyecto a financiarse esté libre de cualquier contingencia ambiental, las consecuencias del daño ambiental en esas otras instalaciones u operaciones del prestatario pueden representar un perjuicio significativo. Según su hipótesis, ésta sería la razón por la que algunas entidades financieras han comenzado a evaluar el récord de cumplimiento del prestatario en materia ambiental, considerando al prestatario como una sola unidad, incluyendo todas o la mayoría de sus instalaciones y actividades, en lugar de concentrarse en el proyecto que es materia del financiamiento[65]. Los estándares de manejo ambiental de organizaciones internacionales, tales como ISO 14001, son utilizados para evaluar y comparar los sistemas de manejo ambiental de los prestatarios[66].

Si bien es cierto que el primer tipo de problemas pronosticado por Fry es aplicable tanto a técnicas de financiamiento bajo el esquema «*project finance*» (principalmente, a la variante «sin recursos») como a formas más tradicionales de financiamiento, el segundo tipo de problemas mencionado por Fry, parece amenazar solamente a estas últimas. Una de las características del esquema «*project finance*» es que las empresas patrocinadoras del proyecto crean una sociedad de propósito especial (SPE), sin pasivos ambientales preexistentes y generalmente sin ninguna otra operación o instalaciones que aquéllas que son materia del financiamiento. Por ello, resulta improbable que esta situación se presente en un financiamiento bajo este esquema. Para que una situación como la que se describe se

[63] Ibid, p. 482.
[64] Ibid, p. 483.
[65] Ibid, p. 484.
[66] BISET, Douglas: «The Environmental Risk considerations of Lenders», En: Economic Development and Environmental Protection Challenges and Opportunities (In publication). Citado por FRYE, Russell, Id. pp. 484-485.

diera, habría que levantar el velo corporativo de la sociedad de propósito especial.

Como parte de este factor, el autor sugiere que el retiro del apoyo de una agencia pública o de algún banco de desarrollo en el financiamiento de un proyecto podría dar origen a la posibilidad de afectar el proyecto en sí mismo, o al menos la posibilidad del prestatario de repagar el préstamo. De acuerdo con este punto de vista, los prestamistas tendrían que considerar este factor en caso de financiamientos que involucren la co-participación de bancos de desarrollo u otro tipo de apoyo financiero proveniente de otras agencias públicas nacionales o internacionales, y pensarlo dos veces antes de acceder a participar en un financiamiento con estas características. La pregunta que surge de inmediato es por qué un banco de desarrollo retiraría su apoyo financiero a un proyecto en particular sobre la base de las prácticas ambientales de la empresa patrocinadora, mientras que los otros prestamistas de ese mismo proyecto se mantienen incólumes ante esta misma situación. Fry atribuye esta reacción distinta a estándares ambientales más altos por el lado de los OMD, que van más allá de simplemente minimizar la exposición de los prestamistas al riesgo ambiental, y al hecho de que los bancos multilaterales de desarrollo deben responder a presiones de gobiernos y organizaciones no gubernamentales[67] que usualmente los prestamistas comerciales no tienen que enfrentar.

Del mismo modo, existe también la posibilidad que las prácticas ambientales del prestatario representen un perjuicio para el valor de los bienes que constituyen la garantía de los créditos otorgados. El potencial de contaminación ambiental crea el riesgo de un significativo perjuicio en el valor de los bienes sujetos a gravámenes. En la medida que el prestamista otorgue un crédito amparado en garantías constituidas sobre inmuebles, plantas industriales o equipo, puede ver su garantía desvanecida de la noche a la mañana como consecuencia de la contaminación ambiental.

Como es de suponer, si la propiedad de un inmueble trae consigo eventual responsabilidad ambiental por costosas labores de remediación, el valor de mercado de la propiedad puede resultar sustancialmente reducido, o puede incluso llegar a ser negativo. Más aún, algunos inmuebles pueden llegar perder gran parte de su valor sin siquiera estar contaminados, con la consecuente reducción del valor de la garantía. Una propiedad puede llegar a ser estigmatizada ante los ojos de los vecinos por su cercanía a una fuente de contaminación, o por haber emitido descargas en el agua o aire que pueden no ser muy agradables para la vista, pero que están dentro de los límites máximos permisibles y que por tanto, no representan ningún riesgo para la salud ni para el medio ambiente[68].

2.2.2 Factores legales vinculados a la responsabilidad ambiental.

En algunas jurisdicciones, como en los Estados Unidos, la responsabilidad directa por proyectos que implican violación al ordenamiento legal ambiental puede ser considerada la razón más fuerte para los bancos para evaluar y supervisar las prácticas ambientales de sus clientes. El meollo de esta preocupación de las instituciones financieras va más allá de las razones esgrimidas precedentemente. En este caso, ya no se trata solamente de instituir prácticas comerciales de vanguardia en relación al medio ambiente y los recursos naturales, o de tomar decisiones adecuadas a fin de evitar el riesgo de la pérdida de la inversión. El factor que analizamos a continuación justifica que los bancos se involucren únicamente en proyectos con un impecable perfil en materia de cumplimiento ambiental. Recordemos que, según lo descrito previamente, las cortes de los Estados Unidos han encontrado responsables a las instituciones financieras por el daño ambiental causado por las operaciones de sus clientes, aun cuando la participación de éstas se haya limitado a financiar las operaciones.

En algunos esquemas de financiamiento, los prestamistas pueden llegar a ser propietarios de las instalaciones o del equipo del prestatario. Pensemos sino en el financiamiento bajo un esquema de «*leasing*», en el que una institución financiera, directamente o a través de una sociedad de propósito especial o un fideicomiso, adquiere la propiedad de los bienes que son el objeto del financiamiento y los entrega en «*leasing*» al mismo prestatario.

Otros tipos de financiamiento pueden también ser estructurados de tal manera que la garantía que se otorga a favor del prestamista le otorgue al menos algún tipo de derecho sobre los

[67] Ibid, p. 483.
[68] FRYE, Russell, op. cit., p. 483.

bienes. Otra de las situaciones comunes en las que el prestamista puede enfrentar eventual responsabilidad por tener derechos de propiedad sobre los bienes o instalaciones sobre los que recae el impacto ambiental, se da cuando, ante el incumplimiento del prestatario, el prestamista se ve forzado a ejecutar alguna garantía (más frecuentemente una garantía real) sobre los bienes y como consecuencia de ello termina adjudicándose la propiedad de los mismos.

Consideradas independientemente, algunas de estas circunstancias parecen no encajar en un financiamiento bajo el esquema «*project finance*». Debido a la estructura legal empleada en estas transacciones, parece improbable que un prestamista se involucre en una transacción tipo «*lease back*», o que adquiera derechos de propiedad sobre un inmueble. Aun en el caso de incumplimiento de la empresa patrocinadora, la primera reacción del sindicato de prestamistas ciertamente no será la ejecución de las garantías otorgadas a su favor.

Si la reorganización de los pagos no es viable y en caso de no darse ninguna otra solución aparente, los prestamistas tratarán de reemplazar a la empresa patrocinadora con otro inversionista que esté dispuesto a tomar el proyecto, dejando casi intacto el marco legal existente y sin la necesidad de desmantelar el complejo conjunto de contratos, poderes y otros documentos legales en los que éste se asienta. Muchos de los contratos de concesión y los respectivos arreglos financieros y otros documentos legales que subyacen a los financiamientos bajo el esquema «*project finance*» contienen un mecanismo de esa naturaleza, a fin de que el proyecto no fracase, a pesar del incumplimiento de la empresa patrocinadora.

No obstante, la posibilidad existe aun en estos escenarios. Podría resultar inevitable en determinadas circunstancias ejecutar una prenda o hipoteca, y adquirir la propiedad de un inmueble o de los equipos, incluso terminar involucrado en las actividades del prestatario mismo.

Por tanto, a pesar de no ser específicamente aplicables a los financiamientos bajo el esquema «*project finance*», estos riesgos deben ser evaluados por las instituciones financieras en general, y en especial, al momento de negociar y regular las consecuencias legales ante el incumplimiento del prestatario.

2.2.3 Factores no económicos

A pesar de no ser tan relevantes como los factores económicos, hay también otro tipo de factores detrás de las preocupaciones de las instituciones financieras por los aspectos ambientales de los proyectos que financian y de las políticas crediticias que los incorporan como parte importante de sus estudios de factibilidad y sus análisis de riesgo.

En tiempos recientes, muchas instituciones financieras se han percatado de que, independientemente de su real exposición a pérdidas vinculadas a factores ambientales, la sola asociación con contingencias ambientales podría afectar negativamente la imagen de la institución. Los banqueros se rehusan a aceptar la idea de tener un grupo de manifestantes en sus puertas, protestando contra las políticas y decisiones financieras de la institución, como ha sucedido en innumerables oportunidades. Una imagen plagada de cuestionamientos puede definitivamente afectar negativamente el desempeño de cualquier negocio. Adicionalmente, cualquier asociación con prácticas ambientales irresponsables puede afectar la confianza de los inversionistas en la institución e incluso poner en riesgo su capacidad de negociar con gobiernos.

Por tanto, cuando un eventual problema ambiental surge en relación con una operación financiera realizada por un banco, no resulta extraño que la administración se muestre tan preocupada por la percepción de la institución en el público en general, como por el riesgo de pérdidas económicas. En algunos casos, las instituciones financieras se preocupan de incluir en los documentos legales que sustentan la operación, cláusulas que les permiten desvincularse completamente de las instalaciones materia del financiamiento ante el descubrimiento de una contingencia ambiental, con lo que se atenúa en cierta medida el daño a la imagen del banco, así como la responsabilidad por los costos de remediación. El incremento de la competitividad de los negocios y la mejora de la credibilidad de las empresas son también objetivos adicionales de

[69] El Foro de Sostenibilidad Zurich realizado el 24 y 25 de septiembre de 2001, del que el banco UBS es uno de los principales patrocinadores, trató el tema de si los servicios financieros son promotores de sostenibilidad y analizó la hipótesis de que prácticas de desarrollo sostenible recompensan a sus cultores porque contribuyen tanto a la competitividad y a la credibilidad de las empresas. www.ubs.com , News

las instituciones financieras que adoptan prácticas sostenibles. A pesar de que éstas no son los objetivos principales perseguidos por los prestamistas, son conscientes de que la adopción de políticas crediticias que fomenten el desarrollo sostenible, terminan rindiendo frutos en la medida que contribuyen al logro de estos dos objetivos[69].

UBS, uno de los bancos líderes a nivel mundial en el tema ambiental, evalúa el impacto de su compromiso con el medio ambiente y ofrece otra razón para la adopción de estas políticas. Según afirman, el valor de una empresa se debe en gran medida a su reputación, y ésta mejora con el reconocimiento internacional de la capacidad de la institución en temas de manejo ambiental y de su compromiso de asumir responsabilidad hacia la sociedad y el medio ambiente[70]. El reporte ambiental para el año 2000, muestra como el compromiso de UBS con el medio ambiente en las distintas áreas de negocios donde se desarrolla han afectado su valor empresarial.

Este mismo documento revela dos de las razones que motivan a los bancos a promover la protección del medio ambiente a través de su trabajo cotidiano. La primera consiste en incrementar la imagen corporativa y la reputación del banco y la segunda en aumentar el valor del negocio. Otras razones que pueden motivar a las instituciones financieras a adoptar este tipo de medidas incluyen la intención de verse a sí mismas como ejemplos para otras instituciones financieras, el objetivo de atraer y emplear profesionales que se preocupen por el medio ambiente y que se identifiquen con instituciones que ostentan políticas definidas y vanguardistas en este campo, y en general, el afán por la adopción de medidas que garanticen el éxito a largo plazo.

Un comentario final para quienes rechazan las clasificaciones. Estos últimos factores han sido catalogados como «factores no-económicos» para sustentar políticas pro-ambientalistas. Es innegable, sin embargo, que todas estas razones podrían ser reducidas a una única motivación económica, que no es otra que el afán de lucro inherente a cualquier prestamista. Superficialmente, estas razones parecen atender otros valores, tales como credibilidad y reputación, pero una mirada más profunda nos revelará que, en el fondo, estos valores y objetivos son sólo herramientas para alcanzar el principal objetivo de cualquier negocio, es decir, el éxito. Como quiera que éxito de los negocios se mide fundamentalmente por parámetros económicos y financieros, resulta inocultable que los factores de contenido económico están detrás de cualquier otra motivación de los prestamistas para desarrollar estándares ambientales para sus operaciones cotidianas. En ese sentido, la clasificación ofrecida responde básicamente a criterios pedagógicos.

2.3 El contenido de las prácticas ambientales de las instituciones financieras privadas.

Esta sección no intenta ofrecer los resultados de una revisión minuciosa de las políticas crediticias de un amplio número de instituciones financieras. Por el contrario, tan solo se limita a ofrecer algunas pautas y a bosquejar algunos escasos ejemplos puestos en práctica por *Union de Banque Suisse-UBS*, uno de los líderes de esta tendencia dentro de la comunidad financiera internacional, y uno de los promotores más comprometidos de esta nueva actitud hacia el medio ambiente[71].

Un punto que merece ser mencionado antes de las iniciativas de UBS en el campo ambiental es la oportunidad en la que esta tendencia surgió dentro de la banca privada. Acabamos de comprobar que, si bien es posible rastrear los orígenes de la preocupación por el medio ambiente en algunos bancos multilaterales de desarrollo hasta inicios de los años setenta, éstos no desarrollaron una verdadera política ambiental hasta mediados de los ochenta. En el ámbito privado, todo parece indicar que la reacción se produjo con posterioridad a la de los OMD, y que consecuentemente, sus políticas ambientales son más recientes que las de éstos. Del mismo modo, hay algunos elementos comunes que sugieren que las políticas ambientales de los bancos privados han adoptado los patrones y criterios previamente establecidos por los OMD.

UBS afirma en su página *web* que su compromiso con el medio ambiente data de

[70] UBS Environmental Report 2000, The Impact of USB's Environmental Commitment on its Value Drivers. www.ubs.com.

[71] En una encuesta publicada en enero de 2000, Oekom Research, una agencia de investigación de mercado de Munich, examinó las prácticas ambientales de los bancos más grandes de Europa y concluyó que, de los 26 bancos examinados, UBS mostraba el mejor desempeño. El análisis consideró los sistemas de manejo ambiental, los distintos productos y servicios ofrecidos y la calidad de la información en materia ambiental en poder de los bancos. www.ubs.com/About UBS/UBS & the Environment/Ratings

1978. En ese año, el banco creó su primera Unidad Funcional de Energía. El hecho es que, en realidad, no fue sino hasta 1989 en que el banco emitió sus primeros lineamientos formales en materia energética, y hasta 1991 en que completó su Estrategia Ambiental y sus primeras evaluaciones ambientales. De hecho, la iniciativa ambiental más antigua del banco que puede ser considerada como el antecedente de la política ambiental de 1998 es el procedimiento para la evaluación ambiental crediticia para clientes corporativos suizos de 1994, junto con su primer reporte ambiental[72].

Sea como fuere, el caso de UBS es uno de aquéllos en los que el compromiso con el medio ambiente es más que un simple cliché o una declaración de principios o de buenas intenciones. La política ambiental actual está presente en varios escenarios y cubre desde la indispensable política ambiental para sus productos y servicios financieros, operaciones y administración, hasta iniciativas internacionales, tales como la «Declaración de las Instituciones Financieras sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo Sostenible» promovida por el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente-PNUMA. UBS observa estándares ambientales internacionales al planificar y evaluar su conducta y sus transacciones financieras. El otorgamiento del estándar ISO 14001 es una evidencia más que contundente para sustentar esta afirmación.

De todas las iniciativas desplegadas por esta institución[73], resulta imposible dejar de mencionar las siguiente: i) las metas de UBS en materia ambiental[74], constituidas por un conjunto de objetivos que el banco se ha fijado alcanzar en tres áreas: servicios bancarios y financieros (sin duda, la más relevante de las áreas, en la medida que incorpora en el análisis de riesgo la consideración del riesgo ambiental que cada proyecto implica), prácticas corporativas, y sistemas de manejo ambiental; ii) la nueva política ambiental de UBS[75], que consiste en una declaración de principios del banco que sustenta y promueve la incorporación los aspectos ambientales en sus productos y servicios bancarios y financieros, en sus operaciones, y en la administración del negocio; iii) el factor ambiental en los negocios crediticios[76], consistente en un complejo conjunto de reglas y procedimientos que establecen cómo evaluar y reaccionar ante un proyecto que involucra riesgo ambiental, que considera incluso la posibilidad de renunciar al financiamiento del proyecto sobre la base de un aspecto ambiental; iv) la «Declaración de las Instituciones Financieras sobre Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible[77], una iniciativa internacional promovida por el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, que busca promover la integración de los aspectos ambientales en el sector financiero a través de su «Iniciativa de Servicios Financieros»; y, v) el Programa «Global Compact» de la Naciones Unidas[78], una iniciativa de las Naciones Unidas para promover prácticas empresariales encomiables en materia de derechos humanos, empleo y medio ambiente, compuesta de 9 principios, de los cuales los tres últimos tienen un contenido ambiental y promueven, respectivamente, una aproximación precautelatoria frente a los desafíos ambientales, la responsabilidad ambiental, y el uso de tecnologías «amigables» con el medio ambiente.

3. ASPECTOS AMBIENTALES EN EL FINANCIAMIENTO DEL PROYECTO ANTAMINA

Resulta útil e ilustrativo confrontar algunas de las ideas expresadas con un caso real. Si bien es cierto que el proyecto Antamina cubre un amplio y complejo espectro de aspectos ambientales, su financiamiento presenta dos aspectos ambientales que vale la pena destacar a fin de ilustrar las hipótesis que subyacen a este análisis. Esta sección da una mirada general al cumplimiento ambiental general del proyecto, incluido el Estudio de Impacto Ambiental, y al método elegido para el transporte del mineral extraído de la mina. Estos dos temas reflejan claramente la importancia de los aspectos ambientales para

[72] www.ubs.com. About UBS, UBS & the Environment, Commitments of UBS, Environmental Policy of UBS / About UBS, UBS & the Environment, Milestones.
[73] UBS, About UBS, UBS & the Environment, www.ubs.com
[74] Ibid.
[75] Ibid.
[76] Ibid.
[77] UNEP Finance Initiatives, Innovative Financing for Sustainability, www.unepfi.net/fii
[78] United Nations' Global Compact www.unglobalcompact.org /What it is / The 9 Principles/ The Global Compact and Environment/

el desarrollo exitoso de un proyecto y también el significado de las prácticas ambientales para los prestamistas. Uno de los aspectos más sensibles del proyecto tiene que ver con su ubicación. La mina y su área de influencia están ubicadas cerca del Parque Nacional Huascarán, un área significativa en términos ambientales.

La importancia biológica y cultural del área ha sido reconocida en tres niveles de protección nacional e internacional[79]: a nivel nacional, ha sido designada como «área natural protegida» en la categoría de parque nacional[80], bajo los alcances de la Ley de Áreas Naturales Protegidas, Ley 26834; y a nivel internacional, el área es considerada desde 1977 como núcleo de la Reserva de Biosfera Huascarán, dentro del programa internacional de la UNESCO para el Hombre y la Biosfera[81], y desde 1985, como Patrimonio Natural de la Humanidad[82], dentro del Programa de Patrimonio Mundial de la UNESCO[83]. La inversión fue estimada inicialmente en US $2' 260, 000 000, pero terminó siendo ligeramente superior, y alcanzó los US $2 296'000 000 debido a las decisión de los accionistas de construir un mineroducto para transportar el mineral desde la operación hasta el puerto de Huarmey, en vez de utilizar el sistema original basado en transporte terrestre mediante camiones de carga[84].

De los US $2' 296, 000 000 que implicó el financiamiento del proyecto, US $1' 320, 000 000 fueron proporcionados por bancos comerciales ($640'000,000) y por las agencias de crédito para la importación y exportación de Japón, Canadá, Alemania y Finlandia ($680'000,000), bajo un esquema «*project finance*». El proyecto fue considerado por la revista especializada *Project Finance International* como el financiamiento más destacado del sector minero en 1997[85].

3.1 Cumplimiento ambiental en general

Compañía Minera Antamina S.A. (CMA), la empresa patrocinadora del proyecto, habría asegurado cumplir con toda la legislación ambiental peruana y, adicionalmente, con los estándares establecidos por el Banco Mundial[86]. Sin embargo, de acuerdo con Jane Pratt, el Estudio de Impacto Ambiental no alcanzaba dichos estándares. Ella afirma que el estudio fue encargado por CMA para justificar el proyecto. La autora de estas críticas ha dirigido las divisiones de Operaciones Ambientales y de Estrategia del Banco Mundial, y como tal ha estado involucrada en el diseño de los procesos de evaluación ambiental (EA), por lo que afirma saber exactamente qué hubiera constituido un Estudio de Impacto Ambiental de acuerdo con los estándares del Banco Mundial[87].

Más allá de la discusión sobre los niveles de cumplimiento de CMA, el proyecto debía seguir los lineamientos aprobados por el Banco Mundial respecto de los asuntos más sensibles que un proyecto de la magnitud de Antamina implica. El manejo del patrimonio cultural se abordó a través de los lineamientos contenidos en la Política de Salvaguardia sobre Patrimonio Cultural[88], mientras que los aspectos vinculados con los desplazamientos involuntarios de poblaciones estuvieron cubiertos por la Política de Salvaguardia sobre Reasentamiento Involuntario[89]. El proyecto debía cumplir también con los parámetros

[79] PRATT, D. Jane: «Corporations, Communities and Conservation: The Mountain Institute and Antamina Mining Company». California Management Review, Vol. 43, Issue No. 3, Spring 2001, p. 39.

[80] Establecido como parque nacional el 1 de julio de 1975 mediante Decreto Supremo No. 0622-75-AG.

[81] Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO). Programa para el Hombre y la Biosfera. www.unesco.org/mab/

[82] Programa de Patrimonio Mundial de la UNESCO: http://whc.unesco.org/nwhc/pages/sites/main.htm/Latin America and the Caribbean/Peru. Para mayores detalles, ver: Centro de Monitoreo de Conservación Mundial del Programa de la ONU para el Medio Ambiente: http://www.wcmc.org.uk/protected_areas/data/wh/huascara.html

[83] Según lo advertido, este es otro de esos asos en los que los aspectos ambientales y los culturales se presentan juntos y prácticamente interdependientes en una misma situación. Según se ha mencionado, en algunos casos el concepto de derecho ambiental se ha ampliado para incluir temas como la protección del patrimonio cultural, y en otros casos, como en éste, la misma área recibe protección independiente de ambas disciplinas debido a su significado para ambos campos.

[84] Según se discute más adelante, la decisión de cambiar el método original de transporte de los minerales habría obedecido directamente a cuestiones ambientales y de patrimonio cultural, y funciona como un ejemplo bastante representativo de la influencia que las instituciones financieras (y hasta cierto punto, también las ONGs) tienen cuando se trata de lidiar con los aspectos ambientales de un proyecto determinado.

[85] Apoyo Comunicaciones S.A., supra pie de página N _, p.15.

[86] Id. p. 18. El texto dice: «Medio Ambiente. Un aspecto que tiene importancia estratégica para el desarrollo del proyecto Antamina es la política ambiental. Además del estricto cumplimiento de la legislación peruana, el proyecto satisface los más estrictos estándares establecidos por el Banco Mundial».

[87] PRATT, Jane: op. cit., p. 40, pie de página No. 1.

[88] Política de Salvaguardia sobre Patrimonio Cultural, Operational Policy Note (OPN) No. 11.03: Management of Cultural Property in Bank-Financed Project.
Será reemplazada por las Políticas Operacionales No. 4.11.

[89] Política de Salvaguardia sobre Reasentamiento Involuntario, Directivas Operacionales No. 4.30, vigente hasta diciembre de 2001. Posteriormente reemplazada por las Políticas Operacionales No. 4.12 y las Normas de Procedimiento del Banco No. 4.12.

[99] Ibid, p. 8.

establecidos por el Banco Mundial en las Políticas de Salvaguardia sobre Hábitats Naturales[90], Seguridad de Represas[91], y en general, con los lineamientos del Banco Mundial sobre Medio Ambiente, Salud y Seguridad para Operaciones Mineras y de Molienda[92] - Tajo Abierto[93].

Adicionalmente, OMGI puso particular importancia sobre i) el proceso de consulta local con los grupos afectados y ii) revelación de la información durante el proceso de preparación del Estudio de Impacto Ambiental y durante la implementación del proyecto. Estos aspectos adicionales de la evaluación del proyecto fueron incluidos posteriormente en la versión corregida de las políticas ambientales del Banco Mundial[94]. La participación de OMGI en el proyecto obedece al hecho de que los propietarios (el *sponsor* y sus accionistas) y varios de los bancos comerciales que proporcionaron los fondos para el financiamiento recibieron la garantía de OMGI por sus respectivas inversiones en el proyecto Antamina, a pesar de ser un proyecto con financiamiento privado.

Además de justificar la participación de este organismo internacional, esta circunstancia precipitó la aplicación de algunos de los estándares ambientales descritos precedentemente. Uno de los aspectos ambientales más relevantes es sin duda la intervención del OAC[95]. OMGI y OAC recibieron quejas a inicios del año 2000 de ciudadanos locales afectados por el proyecto. Las quejas estaban relacionadas con aspectos sociales del proyecto Antamina, concretamente a temas de desplazamiento y reubicación de los pobladores afectados, así como a la implementación de los compromisos asumidos por la empresa en su Estudio de Impacto Ambiental respecto de temas sociales, desarrollo comunitario y de protección del medio ambiente[96].

Como consecuencias de las quejas, la oficina de OAC decidió revisar la manera en la que el proyecto fue aprobado por OMGI, a fin de evaluar su desempeño en el cumplimento de las políticas y lineamientos ambientales y sociales, y a fin de identificar cualquier debilidad en el proceso de auditoría. Como consecuencia de su participación, el OAC preparó un reporte del Examen Preliminar de Auditoría de OMGI en relación con Compañía Minera Antamina S.A[97].

El Reporte Preliminar de Auditoría tenía por objeto identificar de qué manera se había llevado a cabo el proceso de evaluación del proyecto, si el proceso de evaluación contemplaba adecuadamente la aplicación de las políticas de salvaguarda, si el proceso de evaluación ambiental y social fueron aplicados al proyecto apropiadamente, y si las políticas de salvaguardia fueron comunicadas efectivamente a los clientes de OMGI (prestamistas y *sponsor*). Igualmente, el reporte comprendió una evaluación de los mecanismos para monitorear y supervisar el cumplimiento y su efectividad al asegurar el cumplimiento con las políticas sociales y ambientales para un proyecto de esta naturaleza[98].

Independientemente de las conclusiones de este reporte, la sola existencia de esta «revisión» es importante porque implica la supervisión y cuestionamiento del desempeño de un miembro del Grupo del Banco Mundial por parte de un órgano distinto de ese mismo grupo, en cuanto a supervisar el cumplimiento de los estándares ambientales y sociales.

Las conclusiones de este reporte mostraron que OMGI no identificó algunos casos de incumplimiento en los que el *sponsor* había incurrido. Algunos de estos casos de incumplimiento se referían a las políticas de salvaguardia sociales del Banco Mundial

[90] Política de Salvaguardia sobre Hábitats Naturales, Políticas Operacionales No. 4.04 y Normas de Procedimiento del Banco No. 4.04.

[91] Política de Salvaguardia sobre Seguridad de las Represas, Políticas Operacionales No. 4.37, y Normas de Procedimiento del Banco No. 4.37. Las versiones de octubre 2001 reemplazan a las de septiembre de 1996.

[92] Lineamientos del Banco Mundial sobre Medio Ambiente, Salud y Seguridad para Operaciones Mineras y de Molienda - Tajo Abierto, Agosto 1995. Estos lineamientos, actualmente en uso, no forman parte del Manual de Prevención y Disminución de la Contaminación.

[93] Examen Preliminar de Auditoria del OMGI en relación con Compañia Minera Antamina S.A. Informe de la Oficina del Ombudsman/Asesor en material de Cumplimiento (OAC) de la Corporación Financiera Internacional y el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones, Febrero 2001, p. 3.

[94] Ibid, p. 3.

[95] Según lo bosquejado inicialmente, la oficina del OAC trabaja tanto con el CFI como con OMGI. En vista de que OMGI estuvo involucrado como garante de la inversión, no hubo lugar para dudas respecto de la legitimidad de OAC para involucrarse en el proyecto.

[96] Una vez más, la advertencia ofrecida en el prólogo respecto de la intersección entre los aspectos ambientales, sociales y culturales de un mismo proyecto cobra vida en esta ocasión. El incumplimiento acusado por los pobladores locales en este caso se relaciona a las dos políticas de la compañía.

[97] Examen Preliminar de Auditoria del OMGI en relación con Compañia Minera Antamina S.A., op.cit.

[98] Ibid, p. 2.

(Reasentamiento Involuntario y Pueblos Indígenas)[99]. Otros casos han sido identificados en las etapas de monitoreo y supervisión[100]. Una de las críticas más concretas de la oficina de OAC al reporte de OMGI fue la falta de participación de un experto en asuntos sociales en la elaboración del reporte.

A pesar de que en términos generales el Examen Preliminar de Auditoría es benévolo al evaluar el desempeño de OMGI como supervisor del cumplimiento en materia ambiental del proyecto Antamina, ofrece dos recomendaciones para subsanar las deficiencias advertidas: indica que es necesario garantizar que el manejo de los aspectos sociales del proyecto resista cualquier análisis o cuestionamiento, para lo que debía contarse con la participación de profesionales expertos en la materia. Se recomendó que en vista de que no se habían cumplido los requisitos de las políticas de salvaguardia sociales, OMGI debía revisar su capacidad para evaluar, supervisar y manejar el cumplimiento de los aspectos sociales de proyectos como el de Antamina; igualmente, recomendó que hasta que el proyecto cumpliera íntegramente con las políticas de salvaguardia sociales, y hasta que la comunidad haya otorgado su respaldo al Plan de Desarrollo Comunitario, OMGI debía explorar con sus clientes el interés de éstos en encargar a expertos la realización de reportes preliminares de auditoría respecto del cumplimiento de las políticas de salvaguardia sociales por parte de Antamina.

3.2 Aspectos ambientales del diseño original del método de transporte del mineral.

Este aspecto en particular del proyecto Antamina ilustra con bastante precisión la hipótesis discutida en este artículo, y demuestra cuán poderosas pueden llegar a ser las preocupaciones de los prestamistas por las prácticas ambientales de sus clientes. Las circunstancias que se analizan a continuación ponen al descubierto el verdadero rol de los aspectos ambientales al momento de delinear las políticas crediticias de las instituciones financieras. Esta sección ofrece también una idea de la influencia que las ONGs internacionales en materia ambiental pueden ejercer sobre el desarrollo de un proyecto en particular. Una vez más, en este caso, los aspectos ambientales no se prestaron aislados; vinieron acompañados por preocupaciones por el riesgo que asomaba sobre el patrimonio cultural presente en la zona del proyecto, generado por los eventuales efectos negativos que las actividades mineras podían generar en la zona.

Los planes iniciales del proyecto Antamina implicaban el envío de los concentrados de mineral por carretera a través de los Andes hacía el puerto de Huarmey, atravesando el Parque Nacional Huascarán. De acuerdo con Jane Pratt[101], directora del Instituto de Montaña, el incremento del tráfico hubiera afectado el hábitat de varias especies en extinción. La principal fuente de críticas, sin embargo, no se concentró estrictamente en asuntos ambientales. El centro de la discusión giró en torno a preocupaciones relacionadas con el patrimonio cultural en riesgo como consecuencia de las actividades mineras propuestas en un área adyacente a un área designada como Patrimonio Natural de la Humanidad. La decisión final de cambiar el mecanismo de transporte de camiones de carga al mineroducto se debió en gran medida a críticas en el Comité del Patrimonio Mundial de la UNESCO[102].

La vía propuesta atravesaba áreas donde el Instituto de Montaña (IDM) promueve proyectos en colaboración con las autoridades del parque nacional y comunidades locales. Su presencia en el área permitió su participación en el proyecto. El IDM, basado en amplia experiencia y capacidad técnica en áreas montañosas, habría intentado convencer a la compañía de que se utilice una vía alternativa a la que atravesaba el parque. La plana mayor de la administración de CMA participó activamente en el período de participación pública y comentarios sobre el Estudio de Impacto Ambiental.

El IDM habría sugerido a CMA que considerar opciones alternativas a la ruta original era para el propio beneficio del proyecto: operar camiones de carga de 35 a 50 toneladas a una altura de 17,500 pies de altura sobre el nivel del mar implicaba un alto costo en mantenimiento y combustible, además del riesgo que implicaba que uno o más de los

[99] Ibid, p. 8.
[100] Ibid, p. 9.
[101] PRATT, Jane: op. cit., p. 39.
[102] FRANCIONI Francesco , Profesor de Derecho Ambiental Internacional, Universita Degli studi di Siena, The University of Texas at Austin (comunicación personal). Comité del Patrimonio Mundial: http://whc.unesco.org/ab_comm.htm

camiones de carga fallara en medio de la estrecha vía, cuyas dramáticas consecuencias se veían acentuadas si se considera que las salidas de los camiones estaban programadas cada cuatro minutos durante las veinticuatro horas del día. Como alternativas a la propuesta original, se propusieron una ruta alrededor del parque que resultaba 17 kilómetros más larga que la original, y un mineroducto. Ambas propuestas resultaban más eficientes en el largo plazo, pero fueron inicialmente rechazadas por resultar muy costosas y por prolongado el tiempo de ejecución que implicaban[103].

El siguiente episodio del desarrollo de la mina narra la forma cómo la conciencia de los prestamistas por los aspectos ambientales de un proyecto tiene un rol determinante en la delimitación de sus políticas crediticias, e incluso en los detalles de la ejecución de un determinado proyecto.

¿Qué hizo la ONG cuando se le agotaron las esperanzas de convencer al patrocinador del proyecto de adoptar una alternativa distinta al mecanismo originalmente diseñado para el transporte del mineral? Acudió a las instituciones que financiaban el proyecto. La directora del IDM admite la débil posición de la ONG frente a una asociación de mega-empresas, y simultáneamente, la participación decisiva de los bancos comerciales en el proyecto, señalando que *«mientras que el IDM estaba en mejor posición que el consultor para proporcionar información de calidad, fue capaz de involucrar a la sociedad en una seria discusión, solo después de haber captado la atención de los promotores financieros de la empresa en forma verosímil, y aprovechando de su influencia con Antamina»*[104]. El consultor aludido es la firma que preparó el Estudio de Impacto Ambiental.

El IDM organizó una reunión con el grupo financiero que respaldaba el proyecto – un sindicato de prestamistas que incluía los más importantes bancos de inversión de los Estados Unidos, Canadá, Japón y Alemania. El IDM puso énfasis en su interés por promover un diálogo constructivo que asegure el respeto al medio ambiente y a las comunidades locales, pero que reconozca la importancia del desarrollo minero para la generación de empleo y de ingresos. También puso énfasis en su papel de organización de conservación y desarrollo con capacidad técnica y con operaciones en el campo, y destacó que no trataría de movilizar oposición pública en contra de la mina. Sin embargo, el IDM indicó que la implementación de la ruta a través del parque podría originar que la UNESCO automáticamente lo incluya en lista de «sitios en peligro»[105], lo que a su vez provocaría un repentino interés en monitorear el área por parte de grupos ambientalistas de distintas latitudes. Otras ONGs, tan pronto como se enteraran de la amenaza que pesaba sobre dicha área protegida, protestarían incansablemente en los países donde se ubican las oficinas centrales de las instituciones financieras involucradas en la operación. A fin de cuentas, el IDM pronosticó que dichas protestas podrían demorar la ejecución del proyecto, pero que finalmente no lo paralizarían. Las demoras, no obstante, activarían las penalidades contenidas en el contrato celebrado con el gobierno, las que, dependiendo de la magnitud de las demoras, eventualmente podrían resultar significativas.[106]

El IDM sostiene que al haber contribuido con un alto nivel de capacidad técnica, le dio a la compañía un valor añadido significativo en cuanto al análisis de costo-beneficio de la transacción. El IDM también se atribuye el haber equiparado las fuerzas con CMA, al haber comprometido la atención y el apoyo de las instituciones financieras que respaldaban el proyecto Antamina[107]. A pesar de que esta alternativa implicaba mayores costos iniciales, Antamina terminó optando por un mineroducto, cuyo trazo bordea el parque en lugar de atravesarlo.

El aspecto más significativo de este episodio es que la decisión fue adoptada, a pesar de la desventaja económica que implicaba, porque eso fue precisamente lo que los prestamistas del proyecto exigieron para cumplir con sus propios estándares de «sostenibilidad»[108]. El rol de los prestamistas para lograr este cambio de actitud al interior del sponsor es reconocido por la directora del IDM, al evaluar su participación. En ese sentido, Pratt afirma que «sin el apoyo de los prestamistas, el IDM probablemente no hubiera tenido éxito en lograr que Antamina tome sus recomendaciones en serio»[109]. La actitud del

[103] PRATT, Jane: op.cit., p. 40.
[104] Ibid, p. 42.
[105] Sites in Danger: http://whc.unesco.org/nwhc/pages/sites/main.htm
[106] Ibid, p. 40.
[107] Ibid, p. 41-42.
[108] Ibid, p. 41.
[109] Ibid, p. 42.

IDM y la respuesta obtenida de los prestamistas del proyecto pueden ser interpretadas como un muy simbólico y representativo ejemplo del rol clave que los aspectos ambientales, sociales y culturales juegan en el financiamiento de cualquier proyecto que genere algún tipo de impacto en esas áreas. Los hechos narrados sobre las políticas y lineamientos adoptados por los OMD, la creación de nuevos órganos al interior de sus organizaciones, el desarrollo de la jurisprudencia y legislación de la responsabilidad ambiental de los prestamistas en los Estados Unidos, y las tendencias actuales de las instituciones financieras en el ámbito privado, nos permiten confirmar la hipótesis que sostiene que los aspectos ambientales de los proyectos que son materia de financiamiento moldean y delimitan sus políticas crediticias.

APUNTES SOBRE EL ROL DEL DERECHO FRENTE AL PROBLEMA DE AGENCIA EN LAS ORGANIZACIONES

Juan José Martínez
Abogado.
Master en Derecho, Harvard Law School.

¿Cómo lograr que el administrador de una empresa no «invierta» demasiado en su comodidad, cuando va de viaje, dejando de lado todos los interéses de la empresa y de los accionisas? ¿Qué pueden hacer los accionistas minoritarios para evitar que los acconistas mayoritarios - quienes tienen el control de la empresa - desvíen los ingresos de la empresa a gastos innecesarios en el negocio?

Estos son problemas de agencia, para los que el Derecho busca una solución. El autor sin embargo señala que ésta aún no ha sido alcanzada.

PRESENTACIÓN DEL PROBLEMA

Suponga que usted es un empresario, titular de una empresa individual de responsabilidad limitada o de un negocio unipersonal que ha venido administrando directamente y que por diversas razones irrelevantes en este momento ha decidido apartarse de dicha tarea.

Usted desea mantener la titularidad del negocio, pero quiere apartarse de la gestión y de las decisiones que involucra. Para ello, contrata como administrador a una persona que presenta muy buenas credenciales: estudios en entidades educativas de primer nivel y experiencia relevante en el tipo de negocio. Tiempo después, al cierre del ejercicio, se le informa que los resultados económicos del negocio no fueron los esperados. En ese momento, más allá de las justificaciones basadas en la crisis económica o las dificultades del mercado, le surgen dudas acerca del rol desempeñado por su administrador y de la calidad de su gestión.

A raíz de ello investiga y descubre que el administrador ha implementado una moderna oficina (equipada con los últimos avances tecnológicos y comodidades que usted mismo no tenia cuando desempeñaba dicha labor), que los gastos de representación (almuerzos, atenciones, entre otros) han sido mayores a los que usted previó, que cuenta con auto y celular proporcionados por la empresa, que no se ha realizado una reclamación ante la administración tributaria (teniendo que pagarse mayores tributos), que existe un buen número de personal de la empresa dedicado únicamente a labores administrativas en vez de promover ventas, que los gastos por celebraciones de fin de año fueron astronómicos y finalmente, que el nivel de ventas solamente alcanzó el 85% de lo inicialmente previsto. Como consecuencia de todo ello, el nivel de utilidades obtenido por el negocio y el valor de la empresa han sido inferiores a los esperados.

Ante esto, usted se preguntará: ¿qué ha sucedido? ¿Cómo ha sido posible que el candidato ideal fallara en su misión y tuviera un desempeño tan pobre? ¿Por qué sus decisiones y acciones no han beneficiado necesariamente al titular de la empresa? ¿qué ha determinado esto?

La situación arriba descrita grafica el denominado «problema de agencia», concepto que ha sido desarrollado en la teoría económica[1] y que explica situaciones que se presentan en todo tipo de organizaciones (incluyendo sociedades). El presente artículo tiene por objeto explicar el concepto de «relación de agencia»[2] como categoría económica, los problemas que de dicha relación se derivan, los tipos de relaciones jurídicas en donde la relación de agencia se puede materializar y los mecanismos que el Derecho debería implementar para enfrentar tales problemas.

I. RELACIÓN DE AGENCIA: CONCEPTO ECONÓMICO

Se produce una relación de agencia cuando se establece un vínculo entre dos sujetos, uno de ellos denominado «Principal» y el otro «Agente», en virtud del cual el Agente se compromete a realizar ciertas funciones,

[1] Esta teoría ha sido desarrollada básicamente en Estados Unidos, dentro de un campo de estudio más general conocido como «Teoría de la Firma» o «Teoría de las Organizaciones», a través del cual se trata de explicar la existencia de organizaciones frente a relaciones de intercambio en el mercado. Dentro de esta perspectiva se pueden estudiar todas las formas legalmente establecidas para la existencia de organizaciones (entidades no lucrativas, sociedades, cooperativas, etc), cuestionando su existencia, razón de ser y funcionalidad. El iniciador de esta teoría fue Ronald Coase, premio Nobel de Economía. En nuestro medio existen algunos artículos escritos desde esta perspectiva. Así por ejemplo, se puede consultar a SALINAS, Sergio «Fondos mutuos; información asimétrica y regulación de mercados: un enfoque de costos de transacción». En: THEMIS - Revista de Derecho, publicación editada por los alumos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 22,p. 105. y «La participación de los trabajadores en el proceso de privatización de las empresas públicas: un breve ensayo sobre teoría de las organizaciones económicas». En THEMIS - Revista de Derecho, publicación editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 34, p. 131.

[2] Preferimos usar utilizar la expresión «relación de agencia» y no la de «contrato de agencia» que se puede encontrar en la mayor parte de la bibliografía sobre el tema en inglés y sus traducciones al castellano, porque es un concepto económico y no jurídico. Se trata de un concepto económico aplicable a diversas figuras jurídicas. Utilizar la expresión «contrato» podría generar errores e inútiles discusiones referidas únicamente a la «correcta» nomenclatura del concepto.

prestaciones o actividades en interés y beneficio del Principal. Si bien estas actividades son determinadas de manera general, la característica primordial de este tipo de vínculo radica en que el alcance, momento y contenido específico de las funciones y actividades es determinada por el propio Agente[3].

Las relaciones de agencia se producen cuando uno o más sujetos no pueden realizar cierto tipo de actividades directamente y se valen de otra persona o personas para tal efecto, todo esto, en un contexto de alta incertidumbre y complejidad.

Como señala Serra Ramoneda, «si la incertidumbre es elevada y el entorno muy complejo, se hace prácticamente imposible la enumeración de todas las eventualidades que podrían darse durante la actuación de las partes»[4]. Si las partes quisieran negociar todos los supuestos posibles en relación al contexto y a las alternativas de actuación que les corresponden, los costos de transacción se elevarían a niveles prohibitivos[5], existiendo el riesgo de que las partes no establezcan relación alguna.

Ante tal situación, las partes pueden optar por establecer una «relación incompleta», con la finalidad de reducir los costos de transacción. En este caso se negociarán solamente los aspectos esenciales de la relación, así como las actividades y prestaciones a las que en general, se comprometen las partes. La determinación del contenido concreto de las actividades, prestaciones y momento de su ejecución, quedará bajo el ámbito de una de las partes de la relación. En una relación de agencia, dicha determinación le corresponde al Agente[6].

Ahora bien, existen diversos tipos de relaciones jurídicas que pueden ser calificadas como relaciones de agencia. Así por ejemplo, en una sociedad anónima los accionistas son los Principales y los Agentes, los Directores y Gerentes, quienes asumen la dirección y gestión de la sociedad, para beneficio de los accionistas. En un contrato de locación de servicios de asesoría profesional, el Principal es el comitente y el Agente, el locador -profesional, quien sin estar subordinado, realiza una actividad o ejecuta prestaciones para beneficio del comitente. En el mandato, el mandatario actúa como Agente, realizando uno o más actos jurídicos en beneficio del mandante, quien se constituye en Principal[7].

En todos estos casos se constituye una relación de agencia, porque existe una parte (Agente) que va a actuar para beneficio de otra (Principal), dentro de un marco pre-establecido (pero no exhaustivamente detallado), en donde –como se ha indicado– las actividades, funciones o prestaciones específicas, son definidas por el Agente.

II.EL PROBLEMA DE AGENCIA

Si bien este tipo de relación (de agencia), persigue primordialmente el beneficio del Principal, no necesariamente se producen los resultados perseguidos por éste, debido a la conducta estratégica (oportunista) desarrollada por el Agente, quien va a pretender obtener beneficios adicionales (monetarios o no monetarios) a los previamente establecidos (pactados) con el Principal. A esta situación se denomina «Problema de Agencia».

El problema de agencia se origina por las siguientes razones:

a. La conducta maximizadora de las partes. Si asumimos que tanto el Principal como el Agente son sujetos maximizadores de su propio beneficio (individual), es posible que se produzcan situaciones donde los intereses

[3] Bibliografía sobre el tema «relación de agencia»: Jensen, Michael & William H. Meckling. «Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». En: Journal of Financial Economics No. 3.Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel. The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press. Cambridge, Mass. 1996. Serra Ramoneda, Antoni. «La empresa. Análisis Económico.» Labor. Barcelona 1993. Posner, Richard A. «El análisis económico del derecho.» Fondo de Cultura Económica. México 1998 Allen, William T. & Reinier Kraakman. «Text and Cases on Corporate Law». New York University. New York 1999 (materiales de enseñanza). Hansmann, Henry. «The Ownership of Enterprise.» The Belknap Press of Harvard University Press. Cambridge, Mass. 2000

[4] Serra Ramoneda, op. cit. p. 30.

[5] Tal situación no es viable dado los altísimos costos de información en los que tendrían que incurrir las partes y el problema de racionalidad limitada de los seres humanos (limitada capacidad para recoger, almacenar y procesar información). Serra Ramoneda, op. cit. pp. 28 - 29.

[6] Existe otro tipo de relación incompleta, en donde se produce la situación inversa. En la relación de empleo es el Principal la parte que realiza dicha determinación.

[7] Una vez comprendido el concepto, este puede aplicarse a un gran listado de relaciones jurídicas. Por ejemplo, las Administradoras de Fondos de Pensiones respecto de sus aportantes y, las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o de Fondos Colectivos respecto de sus contribuyentes. En estos casos, los Principales son los aportantes al Fondo y el Agente, la entidad (sociedad) administradora del fondo. Otro ejemplo podría aplicarse a la política, donde los responsables de la gestión del Estado son Agentes de la población, la cual constituye el Principal de la relación.

y objetivos perseguidos por ambas partes, no necesariamente coincidan. En este orden de ideas, cada una de las partes asumirá una conducta estratégica; evaluando los costos y beneficios que individualmente les corresponden, al adoptar sus decisiones.

b. La asimetría en la información que favorece al Agente. Generalmente es el Agente quien tiene mayor conocimiento y experiencia acerca de la actividad que realiza y el valor de las funciones y actividades que desempeña, mientras que el Principal posee un menor grado de información o le es muy costoso informarse.

c. El hecho que los Agentes no asumen la totalidad de los costos y beneficios de sus acciones.

Volvamos a nuestro ejemplo original, en donde el titular del negocio asume directamente su gestión. Supongamos que dicha persona debe realizar un viaje de negocios que le reportará un beneficio de $ 10,000 y que los costos involucrados pueden ser de $ 500 o $ 700 dependiendo si se opta por un alojamiento de clase A o A+. En este caso, el titular del negocio tratará de minimizar los gastos relacionados al viaje, ya que su propio interés está en juego (prefiere ganar $9,500 a $9,300), conoce los costos y beneficios involucrados y, asume la integridad de los mismos.

Probablemente, si la misma persona se desempeñara como ejecutivo de una empresa de la que no es titular, optaría por la alternativa mayor, ya que no recibe la utilidad de la actividad, no asume los costos correspondientes y prefiere maximizar su propio interés (probablemente un alojamiento A+ reporta mayores beneficios individuales que uno de clase A). En este último caso, su Principal (persona natural o jurídica) recibiría una utilidad de $ 9300 en lugar de $ 9500. Como se puede apreciar, el ejecutivo decide tomar un servicio que le reporta -individualmente- mayores beneficios, pero no asume su costo. Este costo es más bien trasladado al Principal.

Esta teoría puede explicar cómo funcionan diversos tipos de relaciones jurídicas. Así, por ejemplo, se podría aplicar a los directores y gerentes de una sociedad anónima, para explicar niveles de desempeño y esfuerzo inferiores a los que los accionistas desearían, el establecimiento de mecanismos de retribución fijos, ajenos a los resultados del desempeño, la realización de gastos que generan beneficios personales o que incrementan el prestigio personal de los directores y gerentes sin incrementar el valor de la sociedad, la cobertura de gastos personales con recursos de la sociedad y, la contratación con la sociedad, en términos desfavorables para esta última.

También puede ser aplicada a contratos de locación de servicios de asesoría profesional, donde el locador recibe su retribución, mientras que el comitente difícilmente puede saber si el profesional contratado está realizando un esfuerzo suficiente o si cuenta con la capacidad y habilidad para desempeñar la labor contratada. Igualmente, a un contrato de mandato, donde el mandante realiza un determinado encargo, pero queda dentro del poder de decisión del mandatario, la definición específica de la modalidad y oportunidad para el cumplimiento del mismo. En ambos casos, el Agente puede tomar decisiones que –como hemos visto– no necesariamente maximizarán la utilidad del Principal.

III. COSTOS DE AGENCIA

Se denominan «costos de agencia» a los costos que resultan de la existencia del problema de agencia y aquellos que se derivan del esfuerzo realizado para minimizarlo.

3.1 Costo directo del problema de agencia

El costo directo o «pérdida residual», constituye el monto de ingresos, bienes o riqueza que son transferidos del Principal al Agente, como consecuencia del problema de agencia. Así, por ejemplo, en el caso del viaje de negocios, el costo directo transferido al Agente será de $ 200, derivados de tomar un alojamiento más caro ($ 700 vs. $ 500). En esta situación, únicamente mejora el nivel de bienestar del Agente.

Se utiliza la expresión «pérdida residual» porque se estima que este costo siempre va a existir –en mayor o menor grado– sin importar los costos de supervisión y monitoreo y los de garantía en que se podrían incurrir.

3.2 Costos de supervisión y monitoreo

Como se ha indicado, para reducir el costo directo o pérdida residual que afronta, el Principal puede establecer mecanismos de supervisión y monitoreo que dificulten o impidan la conducta estratégica desarrollada por el Agente. Los costos de supervisión y monitoreo tienen a su vez tres componentes: i) costo de información, ii) costo de implementación y

funcionamiento de sistemas de supervisión y monitoreo y, iii) costo de oportunidad.

El costo de información se refiere a los recursos que el Principal tendrá que destinar a conocer el negocio, el tipo de decisiones que el Agente puede tomar, sus consecuencias, etc.

El costo de implementación de sistemas de supervisión y monitoreo se refieren a los recursos utilizados para poner en funcionamiento dicho sistema. En nuestro ejemplo del viaje de negocios, para informarse sobre la decisión del viaje, el Principal tendría que invertir recursos monetarios y no monetarios (su tiempo libre por ejemplo), para determinar si el viaje es conveniente y si el nivel de gastos a efectuarse es el adecuado.

Dicha información nos conduce al establecimiento de un sistema de supervisión y monitoreo, que puede ser más o menos complejo y que también demanda la utilización de recursos. En el mismo ejemplo, el Principal podría establecer que cada viaje sea reportado previamente para su autorización y que el mismo sea estudiado y aprobado por un equipo de asesores. Esto involucra el uso de otros recursos. Desde el papel que debe ser usado para imprimir los informes y reportes, hasta los honorarios que percibirá el equipo de asesores.

El costo de implementación genera a su vez un costo de oportunidad. Dicho costo existe, en la medida en que todo mecanismo de supervisión y monitoreo afecta –en mayor o menor grado– el margen de discrecionalidad del Agente, lo cual puede impedir la adopción oportuna de decisiones a favor del Principal. En el ejemplo del viaje de negocios, el costo de oportunidad podría presentarse si el mecanismo de supervisión es engorroso y lento, de manera tal que pone en peligro la realización de la actividad misma y los beneficios que ella generaría. Esto es, la eliminación de la oportunidad de negocio y los beneficios que se esperaban de ella ($ 10,000).

3.3 Costos de garantía

Estos costos constituyen el conjunto de recursos destinados a reducir el costo directo o pérdida residual, pero desde el lado del Agente. Se trata de los recursos que el propio Agente debe destinar para «garantizar» al Principal, que no generará costos directos de agencia. Es decir, que no se comportará de manera oportunista. Así por ejemplo, un conjunto de Agentes que realizan actividades similares en diversas empresas podrían asociarse y, sostener y constituir una «entidad certificadora» que establezca estándares de desempeño, requisitos profesionales, entre otros[8].

IV. EL DERECHO COMO INSTRUMENTO DE REDUCCIÓN DE COSTOS DE AGENCIA: EL CASO DEL DERECHO DE SOCIEDADES

En el contexto señalado, corresponde al sistema jurídico afrontar el problema de agencia, estableciendo reglas destinadas a reducir o eliminar sus costos; pero manteniendo la naturaleza de la relación de agencia, como una relación incompleta, derivada de la existencia de costos de transacción.

En tal sentido, la regulación legal no debería incidir en el establecimiento de un listado detallado de las funciones o actividades que debe desarrollar el Agente o en el establecimiento de un sistema específico de supervisión y monitoreo. Lo primero incrementaría los costos de transacción, mientras que lo segundo incrementaría los costos de agencia. Las normas legales deberían estar orientadas a: i) reducir los costos de información en que debe incurrir el Principal, de modo tal que éste pueda dictar las medidas correctivas correspondientes y, ii) desincentivar la conducta estratégica (u oportunista) del Agente.

El caso de la sociedad anónima y la Ley General de Sociedades

La sociedad anónima es probablemente la institución jurídica en donde más claramente se puede apreciar la existencia de una relación de agencia. En este caso puede afirmarse que los accionistas constituyen los Principales (una pluralidad de sujetos) titulares de la entidad (la sociedad), a través de la cual persiguen un beneficio (utilidad, dividendos). Los Agentes son los administradores (directores y gerentes), quienes tienen a su cargo la administración y gestión directa de la sociedad, siendo su principal misión aumentar su valor.

Sin embargo, nuestra realidad es más compleja y nos presenta además otro tipo de relación de agencia al interior de las sociedades. En nuestro país, la mayor parte

[8] Nótese que en nuestro medio, los Colegios Profesionales cumplen –en cierto modo– dicha función, ya que establecen y verifican ciertos estándares de calidad profesional y comportamiento ético.

de las sociedades anónimas constituyen organizaciones cerradas, integradas por pocos individuos, en donde el control y administración de la misma es asumida por algunos accionistas (mayoritarios) que legalmente tienen el control de la sociedad y por ende, la posibilidad de tomar decisiones. En este caso, el accionista o accionistas que asumen el control y administración de la sociedad se encuentra en posición de Agentes, respecto a los demás accionistas minoritarios (Principales) ya que éstos no pueden influir en las decisiones de la sociedad, pero se ven afectados por las decisiones de aquellos que ejercen el control.

En este último caso existe una relación de agencia y se cumplen todos los requisitos para su configuración:

a. Un grupo de personas (Agentes=Accionistas mayoritarios), debe actuar para beneficiar a otra categoría o conjunto de personas (Principal=Accionistas en general).

b. Dicho grupo actúa basándose en su propio interés.

c. Excluyen a parte de los accionistas (Principales=Accionistas minoritarios) de los beneficios obtenidos o les trasladan costos[9].

En este contexto, las normas de la Ley General de Sociedades deberían estar orientadas a reducir los costos de agencia que se derivan de la conducta estratégica de los accionistas que asumen el control de la sociedad y, de los administradores (directores y gerentes). Para tal efecto, como habíamos señalado, el Derecho de Sociedades debe: i) reducir los costos de información del principal (ya sea una persona o grupo) y ii) desincentivar la conducta estratégica de los Agentes (accionistas controladores y administradores).

Nuestra Ley General de Sociedades contiene normas que tratan de actuar en los dos sentidos señalados.

a. Derechos de información

La Ley General de Sociedades contiene diversas normas orientadas a reducir los costos de información de los Principales (los socios), desde el reconocimiento general al derecho de información[10], hasta el requerimiento concreto de información que debe ser producida por los administradores y efectivamente comunicada a los socios, (como estatutos, memorias, estados financieros, informes de auditoría)[11]. En buena cuenta, las normas citadas establecen la obligación de producir cierta información y de entregarla a los accionistas. Con esto, se promueve la producción y comunicación de informacion, que los socios o accionistas encontrarían muy difícil o costoso en obtener.

b. Desincentivo a la conducta estratégica.

La Ley General de Sociedades ha establecido un conjunto de deberes al que están sometidos los administradores de las sociedades, destinados reducir su conducta estratégica. Así podemos observar lo siguiente:

- La obligación genérica de los directores de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante (artículo 171), así como la obligación de diligencia y cuidado frente a particulares situaciones previstas en la Ley (artículos 173 y 176).

- La obligación de los directores de desempeñarse lealmente (artículo 171).

- Adicionalmente, se prevé también la obligación de los directores de adoptar acuerdos que cautelen el interés social, (antes que su interés particular), la prohibición de utilizar en beneficio propio o de terceros las oportunidades de negocios que tuvieran conocimiento en razón de su cargo, la abstención de participación en asuntos en donde el director tenga interés en conflicto con la sociedad y, la prohibición de competir con la sociedad (artículo 180).

- Vinculado a lo anterior se establece que los directores sólo podrán celebrar con la sociedad, contratos sobre operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se pacten en condiciones de mercado (artículo 179). Esto es, que no se pueden beneficiar de

[9] Supongamos que en la Sociedad «C» existen dos accionistas («MA» y «MI»), donde MA es dueño del 66% de las acciones que representan el capital social y MI es dueño del 34% restante. Dado el porcentaje en el accionariado, MA tiene el control de la sociedad. ¿Cómo podría suceder esto? Si por ejemplo, MA hace que C le compre a MAPROP (de propiedad de MA), insumos a un precio superior al de mercado; sin ninguna justificación objetiva. En este contexto, si C paga S/. 100 por algo que en mercado vale S/. 80, se está haciendo que C incurra en costos o gastos adicionales, que definitivamente tendrán un efecto en las utilidades. Al haber menos utilidades, los accionistas (MA y MI), percibirán menores dividendos. Sin embargo, MA se ha beneficiado, porque el sobre-precio ha sido trasladado a MAPROP, que es de su propiedad. Este sobre-precio beneficia a MA, en exclusión de MI.

[10] Ejemplos: Derecho de información: artículos 57, 96 numeral 2, 130, 175, 224, 261
Publicidad y comunicaciones: artículos 44, 58, 113, 258

[11] Ejemplos:Memoria y estados financieros: artículos 222, 299 numeral 3. Auditorias: artículos 225–227 , 242, 260

dichas operaciones. Todo deberá darse en las mismas condiciones que se ofrecerían a un tercero.

- Finalmente, se establece que los directores son responsables civilmente por los daños que causen al actuar contra la ley, al estatuto o, por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.

En buena cuenta, las normas citadas establecen diversos deberes de diligencia y lealtad a través de los cuales se regula la conducta de los directores, para que –como Agentes– adopten decisiones y desarrollen sus actividades considerando el interés del Principal y no el suyo propio. Esto es, para que los agentes no persigan rentas o beneficios no previstos por el Principal. Se trata de cláusulas genéricas establecidas por el sistema jurídico, destinadas a completar el contenido de una relación de agencia (que es como ya vimos, una relación incompleta). La verificación del cumplimiento de tales cláusulas es –a posteriori– es decir, luego que la conducta del agente se ha ejecutado[12].

Dada su forma de aplicación («*ex post*»), estas reglas permiten determinar si los agentes están obteniendo rentas o beneficios indebidos no contemplados por el Principal y, simultáneamente, reducir los costos de negociación[13]. Sin embargo, los mecanismos establecidos por nuestra Ley General de Sociedades funcionan imperfectamente y –en la práctica– presentan una serie de limitaciones que les impide enfrentar eficazmente, el problema de agencia que se presenta en las sociedades en el Perú. En primer lugar, queda claro que los deberes de lealtad y diligencia recaen en los directores de la sociedad, pero no en los accionistas mayoritarios, que poseen el control de las decisiones. Estos deberes solamente serían aplicables a tales accionistas, si ellos ocupan cargos como administradores de la sociedad (directores y gerentes).

Existen casos en donde los administradores, con el cumplimiento de una mera formalidad, quedan inmunes a cualquier cuestionamiento sobre el cumplimiento de sus deberes. Por ejemplo, el artículo 179 de la Ley General de Sociedades señala que un director sólo puede celebrar con la sociedad, contratos que versen sobre aquellas operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se concerten en las condiciones del mercado. Sin embargo, dicho requisito puede obviarse, si el Directorio así lo autoriza. En este caso, el deber de lealtad de los directores ante un contrato concreto con ellos mismos sería dejado de lado, en virtud de un acto de los propios directores (acuerdo aprobando la operación).

Finalmente, dado que los deberes de diligencia y lealtad son mecanismos de control posterior, requieren de un proceso judicial que determine –para un caso concreto– si dichos deberes se han cumplido y si los Agentes (directores) han obtenido beneficios indebidos. Ello sin embargo encuentra limitaciones en la misma Ley. El artículo 181 de la Ley General de Sociedades ha establecido que solamente la sociedad tiene legitimidad para obrar, respecto de una pretensión de responsabilidad por incumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad. En virtud de ello, solamente la sociedad podrá actuar, luego que la Junta o el Directorio así lo acuerden[14]. Sin embargo esta posibilidad es muy limitada porque: (i) si existe una gran cantidad de pequeños accionistas, ellos serán afectados por el «problema de acción colectiva»[15] siendo difícil la adopción de un acuerdo y, (ii) si existe un accionista mayoritario asumiendo el control de las decisiones, el acuerdo para actuar nunca podrá darse.

V. COMENTARIO FINAL

Las sociedades y especialmente las sociedades anónimas en tanto organizaciones, evidencian la existencia de problemas de agencia, respecto de sus administradores (directores) y de los accionistas que ejercen control. Si estamos de acuerdo en que uno de los objetivos del sistema jurídico es la eficiencia, habiéndose identificado la existencia de relaciones de agencia en organizaciones como las sociedades; la

[12] En ese sentido se pronuncian Easterbrook & Fischel. op cit. p. 92.
[13] Recordemos que la determinación «*ex ante*» de la conducta del agente implica altísimos costos de transacción.
[14] Subsidiariamente podría actuar otro accionista, pero luego que dicho acuerdo es adoptado.
[15] «El problema de la acción colectiva» expresa la situación en la que se encuentran los pequeños accionistas de una sociedad anónima, quienes no tienen incentivos para adoptar decisiones en la sociedad, al nivel de la Junta. Esto es, no tienen incentivos para comunicarse con los otros accionistas o para promover decisiones que incrementen los niveles de supervisión y control de los administradores. El problema de la acción colectiva se produce porque los pequeños accionistas se ven afectados simultáneamente por una situación de apatía conciente (racional) y por un incentivo de polizonte («*free rider*»).

legislación societaria debería modificarse para conseguir dicho objetivo. Una mejora en la legislación incentivaría la mayor inversión en las sociedades y dinamizaría nuestro mercado de capitales[16], todo ello, para beneficio del país.

[16] Estos aspectos vienen siendo revisados, dentro de un proceso de mejora y promoción del financiamiento del mercado de valores. En este sentido consultar el documento para consulta ciudadana «Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores», publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas el 24 de abril de 2001, en separata especial del diario oficial «El Peruano».

ALGUNOS APUNTES SOBRE LA PRESCRIPCIÓN LABORAL EN LA EXPERIENCIA LEGISLATIVA Y JURISDICCIONAL PERUANA

Carlos Cornejo Vargas
Abogado.

En el siguiente artículo Carlos Cornejo analiza el tratamiento jurídico que ha recibido -tanto a nivel legislativo como jurisprudencial- la figura de la prescripción laboral. El análisis parte de un estudio teórico que analiza el concepto, fundamento, objeto, efectos y vinculación de dicha figura con el principio de irrenunciabilidd de derechos, para luego realizar un análisis crítico de los fallos jurisprudenciales emitidos en torno a dicho tema.

La preocupación central del autor se torna en hacer notar al lector que para resolver una excepción de prescripción no basta con realizar un análisis superficial centrado en identificar la fecha de cese de la relación laboral y la norma vigente en dicho momento, sino que por el contrario, es fundamental realizar un examen exhaustivo conducente a determinar si los derechos laborales reclamados han prescrito.

I. INTRODUCCIÓN

La prescripción extintiva es una institución jurídica que ha sido tratada por la legislación laboral, aunque de una manera imperfecta, pues ha sido abordada desde diversas ópticas siempre de un modo incompleto.

En efecto, la regulación que se le ha dado no ha sido lineal porque se han sucedido cambios de criterios con relación a los plazos y a la forma de cómputo de los mismos; ni completa pues su regulación no ha alcanzado a los efectos, interrupción y suspensión de la prescripción, aspectos importantes que sólo han podido ser atendidos con la aplicación supletoria del Código Civil[1].

En el presente trabajo intentaremos analizar y revisar el tratamiento que esta institución jurídica -la prescripción laboral- ha recibido de la legislación y de la jurisprudencia, refiriéndonos a la vez a su concepto, a su fundamento, a su objeto, a sus efectos, a la suspensión e interrupción del decurso prescriptorio y a su relación con el principio de irrenunciabilidad de derechos. Asimismo, haremos una breve referencia a los antecedentes legislativos, a la regulación vigente y a la regulación que se propone en el Anteproyecto de la Ley General de Trabajo.

Comentario aparte merecerán las marchas y contramarchas que se han observado en el tratamiento legislativo de este tema, las cuales parecen haber sido y siguen siendo el criterio que guía la regulación de la prescripción en materia laboral, pues los intentos de modificación a su regulación no cesan. Muestra de lo cual es la regulación que se propone en el Anteproyecto de Ley General de Trabajo, en el cual se plantea reducir -nuevamente- el plazo de prescripción.

II. NOCIONES BÁSICAS: DEFINICIÓN, FUNDAMENTO, OBJETO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN

Con relación al concepto de prescripción han sido muchos los autores que se han ocupado del tema. Entre ellos podemos mencionar a Néstor de Buen, para quien la prescripción «(...) es un modo de extinción de los derechos resultante del silencio de la relación jurídica de que emanan, durante el tiempo marcado por la ley» (sic)[2].

Por su parte, Fernando Vidal Ramírez señala que «La prescripción es desde su origen, un medio de defensa y opera como excepción para enervar y neutralizar la acción incoada luego de transcurrido el plazo prescriptorio previsto en la Ley» (sic)[3].De lo anterior, se desprende que la prescripción extintiva es, como su mismo nombre lo indica, un mecanismo de extinción de derechos generado por el simple transcurso del tiempo[4].

Empero, la prescripción opera no solamente por el mero transcurso del tiempo, sino que además es necesario que haya una falta de ejercicio del derecho, entendida como «la inercia o la inactividad del titular ante su lesión (por ejemplo, acreedor que no reclama el pago de una deuda (...)»[5] (sic).

De acuerdo con lo anterior, podemos señalar que la prescripción es un mecanismo de extinción de derechos que despliega sus efectos cuando transcurre el tiempo previsto en la Ley y cuando el titular del derecho no realiza ninguna actividad para reclamarlo.

---

[1] En la relación de supletoriedad tenemos una norma uno, a la que le corresponde regular un hecho pero no lo hace, denominada suplida, y la norma dos, que si contiene regulación para el hecho, llamada supletoria. Comúnmente, ambas normas se conectan a través de una remisión. Véase, NEVES MUJICA, Javier. «Introducción al Derecho del Trabajo». Lima, Ara Editores, 1997. p. 131.

[2] DE BUEN, Néstor. «Derecho del Trabajo». Tercera Edición. México. p. 593.

[3] VIDAL RAMÍREZ, Fernando. «Prescripción Extintiva y Caducidad». Gaceta Jurídica, p. 80.

[4] Como es evidente cuando nos referimos al tiempo, lo hacemos en el entendido de que se trata de un período de tiempo señalado en la Ley. Por ejemplo, la Ley 27321, actualmente vigente, dispone que el plazo de prescripción es de cuatro (4) años y se computa desde el cese de la relación laboral.

[5] DIEZ PICAZO Luis y Antonio GULLÓN. «Instituciones de Derecho Civil». Volumen I. p. 282.

Con relación al fundamento de la prescripción es unánime la doctrina en señalar que el mismo es de orden público, y la muestra -a la prescripción- como necesaria y hasta indispensable para la vida en sociedad. Al respecto, Luis Diez Picazo y Antonio Guillón refiriéndose al fundamento de ésta señalan que «(...) parece acertada la idea de que es una institución necesaria para el orden social y para la seguridad jurídica, introducida en atención al bien público»[6] (sic).

Desarrollando lo anterior, precisan que «No es justo que una persona resucite pretensiones antiguas, de las cuales incluso puede haberse perdido la memoria, y que pongan en peligro con ello la situación quieta y pacíficamente mantenida por otras personas durante largo tiempo. Por el contrario, es justo que el titular de un derecho sea diligente en orden a su ejercicio, y que si no lo es, el perjuicio debe pararle a él. En suma, la prescripción impide el ejercicio intempestivo de un derecho»[7] (sic). En el mismo sentido, se pronuncia Fernando Vidal Ramírez, quien acota que «conviene al interés social liquidar situaciones pendientes y favorecer su consolidación, sustentándose, por tanto, en el principio de seguridad jurídica»[8]. A renglón seguido, señala que «Como bien lo ha precisado León Barandiarán, la necesidad de la estabilidad en las relaciones sociales ha impuesto la conveniencia de la *praescriptio actionum y*, por eso, creemos (...), que es una de las instituciones jurídicas más necesarias para el orden social»[9] (sic).

En suma, se trata de una institución jurídica que se construye para garantizar la seguridad jurídica[10], la cual se presenta como indispensable para la consecución del orden social.

Refiriéndonos al objeto de la prescripción es preciso hacerlo al mismo tiempo a sus efectos enfatizando que no ha sido fácil para la doctrina responder la pregunta ¿qué es lo afectado por la prescripción? Los efectos de la prescripción extintiva no han sido tratados por la legislación laboral, por lo que ha sido necesario recurrir a la aplicación supletoria del Código Civil. Nuestro Código Civil señala en su artículo 1989° que «La prescripción extingue la acción pero no el derecho mismo» (sic), adhiriéndose de ese modo a la teoría de la prescripción de la acción, según la cual esta institución jurídica -la prescripción- paraliza el ejercicio judicial del derecho dejándolo, sin embargo, con vida.

De lo anterior, se advierte claramente que el legislador civil distingue la acción del derecho, precisando que lo que se extingue es siempre la acción y en ningún caso el derecho. Los detractores de dicha teoría han señalado que la prescripción es oponible en juicio y fuera de él y que un derecho que no pudiese hacerse valer en un juicio es un derecho desnaturalizado, pues no tiene ningún sentido, precisan, sostener que un acreedor puede extrajudicialmente exigir un pago, cuando el deudor al negarse no puede ser llevado a juicio para obligarlo al pago.

Al respecto, creemos que la redacción del artículo transcrito no parece ser la más adecuada, toda vez que no parece razonable afirmar que la prescripción determine la extinción de la acción.

Frente a dicha teoría se planteó la tesis de la prescripción de derechos, según la cual lo que se extingue es un derecho subjetivo, entendido como el poder jurídico que agrupa unitariamente un conjunto de facultades. Esta teoría es la que ha tenido más aceptación, aunque no está libre de cuestionamientos.

No obstante lo anterior, consideramos que si se parte del concepto de acción, entendida como «el poder jurídico que tiene todo sujeto de derecho, de acudir a los órganos jurisdiccionales para reclamarles la satisfacción de una pretensión»[11](sic), es posible llegar a la conclusión de que aquello que se extingue es el ejercicio del derecho de acción para reclamar una determinada pretensión y no la acción propiamente dicha.

Ahora bien, cambiando un tanto la orientación es preciso preguntarnos ¿qué derechos pueden ser objeto de prescripción? La doctrina es unánime en señalar que son prescriptibles los derechos relativos o de crédito y los derechos reales, esto es, lo que en teoría se denomina derechos de naturaleza patrimonial.

[6] Ibid. p. 283.
[7] Ibid. p. 283.
[8] VIDAL RAMÍREZ, Fernando. Ob. cit. p. 105 y 106. (sic).
[9] Ibid. p. 106.
[10] La seguridad en cuanto característica de la condición humana se puede definir como la pretensión de todo sujeto de saber a qué atenerse en sus relaciones con los demás. Cuando a la seguridad la adjetivamos de jurídica, estamos pensando en la idoneidad del Derecho para lograr ese saber a que atenerse. Véase, GARCÍA NOVOA, César. «El principio de seguridad jurídica en materia tributaria». Monografías Jurídicas. p. 21.
[11] COUTURE, Eduardo. «Fundamentos del Derecho Procesal Civil». Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1973. p. 57.

Entre los autores nacionales, Vidal Ramírez señala que «(...) El Código Civil no ha legislado, con carácter absoluto, el principio general de la prescriptibilidad y ésta funciona, fundamentalmente, en el ámbito de las acciones derivadas de los derechos patrimoniales y contra los titulares de tales derechos, sean reales o creditorios o de cualquier clase, pero en tanto sean patrimoniales»[12] (sic). De conformidad con lo anterior, es claro que son prescriptibles todos aquellos derechos de contenido patrimonial, esto es, aquellos que sean susceptibles de ser valorizados económicamente.

La mayoría de derechos laborales tienen contenido patrimonial (ello explica porque la Constitución de 1979 al regular la prescripción laboral se refería a la acción de cobro), por lo que pueden ser afectados por la prescripción. Lo anterior es importante de cara a la relación existente entre la prescripción y la invocación del principio de irrenunciabilidad de derechos[13], el cual niega validez a los actos de disposición de derechos laborales efectuados por el trabajador en su condición de parte de la relación jurídica. Empero, es preciso apuntar que el principio de irrenunciabilidad de derechos no impide la afectación de los derechos laborales por la prescripción laboral. En efecto, y es que el que un derecho laboral sea irrenunciable no implica que sea imprescriptible.

Complementando lo anterior, habría que indicar que, por ejemplo, son imprescriptibles las facultades, pues su falta de ejercicio no las extingue.

III. VICISITUDES DEL TRANSCURSO PRESCRIPTORIO: INTERRUPCIÓN Y SUSPENSIÓN

Antes hemos dicho que la prescripción es un modo de extinción de derechos que se produce por el simple y mero transcurso del tiempo. Ahora es necesario apuntar que dicho transcurrir del tiempo puede verse afectado, y más específicamente, interrumpido o suspendido.

La interrupción de la prescripción supone una fractura en el transcurso del tiempo, de tal magnitud que hace necesario que el plazo prescriptorio tenga que volver a computarse nuevamente desde el principio. Ciertamente, la causa interruptiva afecta de tal modo el tiempo transcurrido que «lo borra, y el tiempo debe contarse de nuevo una vez cesada la causa»[14] (sic).

El artículo 1996° del Código Civil regula la interrupción de la prescripción, y señala diversos supuestos en los que ésta -la prescripción- se interrumpe, empero, no todos son ellos de aplicación en materia laboral, por lo que analizaremos sólo aquéllos que sean relevantes en materia laboral.

Así, cabe señalar que el numeral 3° del citado artículo precisa que «Se interrumpe la prescripción por (...) Citación con la demanda o por otro acto con el que se notifique al deudor, aún cuando se haya acudido a un juez o autoridad incompetente» (sic). De la lectura de esta disposición parece claro que no basta demandar para que se interrumpa el plazo prescriptorio, pues es necesario que la demanda sea calificada por la autoridad jurisdiccional y luego notificada a la parte demandada, lo que puede tardar varías semanas e incluso meses[15]. El Código Procesal Civil no contiene ninguna disposición que señale de manera expresa y explícita el plazo con que cuenta la autoridad jurisdiccional para calificar una demanda y correr traslado de la misma a la parte demandada. No obstante ello, se considera que «(...) Presentada la demanda corresponde al Juez resolver con celeridad y con sujeción a las garantías jurisdiccionales del debido proceso (...) su proveído y emplazamiento al demandado, no depende del accionante por cuanto corresponde a la actividad del Juez y ésta no es materia del plazo prescriptorio el que (...) está dirigido al derecho de acción (...)».

Si la prescripción se produce por la inacción del acreedor dejando vencer el plazo establecido por la ley, no puede castigársele

[12] Ibid. p. 104.

[13] El principio de irrenunciabilidad de derechos es justamente el que prohíbe que los actos de disposición del titular de un derecho recaigan sobre derechos originados en normas imperativas, y sanciona con la invalidez la transgresión de esta regla. Véase, NEVES MUJICA, Javier. Ob. Cit. p. 109.

[14] DIEZ PICAZO Luis y Antonio GULLÓN. Ob. cit. p. 287.

[15] El Código Procesal Civil no contiene ninguna disposición que señale de manera expresa y explícita el plazo con que cuenta la autoridad jurisdiccional para calificar una demanda y correr traslado de la misma a la parte demandada. Sin embargo, siguiendo el criterio contenido en el artículo 124° del Código Procesal Civil, el cual dispone que «En primera instancia (...) los autos [se expiden] dentro de cinco días hábiles computados desde la fecha en que el proceso se encuentre expedito para ser resuelto (...)» (sic), y considerando que la demanda se califica y se corre traslado de la misma mediante un auto, en nuestra opinión es válido concluir que el plazo con que cuenta la autoridad jurisdiccional para calificar una demanda y ponerla en conocimiento del demandado es de cinco (5) días contados desde su presentación.

con la pérdida del derecho a recibir tutela por el Estado si presentada la demanda dentro de dicho período, el tiempo que transcurre posteriormente corresponde a la actividad que debe cumplir el Juez, calificar la demanda, admitirla y disponer se notifique al emplazado. Contra esta actividad propia del servicio de la administración de justicia no está prevista la prescripción a que se refiere la norma laboral»[16] (sic). De acuerdo con el razonamiento precedentemente expuesto, en el Pleno Jurisdiccional Laboral 1999, mediante Acuerdo N° 5, se estableció que «El plazo de prescripción de las acciones por derechos derivados de la relación laboral se interrumpe con la presentación de la demanda ante el órgano jurisdiccional» (sic). Así, mediante la invocación del carácter tuitivo del Derecho del Trabajo y la consideración de que la prescripción afecta el derecho de acción mediante la presentación de la demanda y no la actividad jurisdiccional, se llegó a la conclusión de que la interposición de la demanda por parte del trabajador interrumpe la prescripción.

La suspensión de la prescripción a diferencia de la interrupción no desconoce el tiempo transcurrido y no genera la necesidad de volver a contar el plazo prescriptorio. En efecto, «en la suspensión hay una paralización del plazo prescriptivo, pero conserva su eficacia el transcurrido, pues el tiempo posterior a la suspensión se suma a él» (sic).

Los artículos 1994° y 1995° del Código Civil regulan la suspensión de la prescripción, y señalan diversos supuestos en los que ésta -la prescripción- se suspende, empero, como en el caso de la interrupción, no todos ellos son relevantes en materia laboral, por lo que nos referiremos a aquellos que sean aplicables en materia laboral.

En este sentido, podemos mencionar que el numeral 8) del artículo 1994° antes citado, dispone que «Se suspende la prescripción (...) Mientras sea imposible reclamar el derecho ante un tribunal peruano» (sic). Esta causa de suspensión es de aplicación general, y despliega sus efectos, por ejemplo, cuando el Poder Judicial se paraliza.

Marcándose la diferencia con la interrupción, el artículo 1995° del Código Civil establece que «Desaparecida la causa de la suspensión, la prescripción reanuda su curso adicionándose el tiempo transcurrido anteriormente» (sic). La claridad de lo establecido en esta disposición nos libera de la necesidad de efectuar algún comentario.

IV. COMIENZO Y CÓMPUTO DEL PLAZO PRESCRIPTORIO

Sin temor de equivocarnos podemos afirmar que el tema de la determinación del momento inicial del cómputo de la prescripción es el más polémico y más discutido a nivel teórico y legislativo. De allí la explicación a las marchas y contramarchas que en esta materia se ha experimentado en la legislación laboral peruana. Para resolver este tema la doctrina formuló la Teoría de la *Actio Nata*, «conforme a la cual, para que comenzara a contarse el tiempo de la prescripción es menester que la acción haya ya nacido» (sic), con lo cual el problema era entonces, determinar cuando se produce el nacimiento de la acción. Sin embargo, antes de seguir adelante con el análisis es necesario diferenciar la acción del derecho mismo, pues se trata de conceptos distintos.

La acción es el mecanismo por el cual los titulares de un derecho pueden reclamar su cumplimiento; en cambio, el derecho es un poder jurídico que agrupa un conjunto de facultades.

Con relación a ello cabe preguntarnos ¿un derecho nace cuando es reconocido por la legislación o cuando se cumplen los requisitos exigidos por la ley para reclamar su cumplimiento?.

Dicho de otro modo, ¿un particular que hace suya la condición de trabajador es titular de los derechos laborales reconocidos por la legislación laboral vigente, o es necesario que dicho trabajador cumpla todos y cada uno de los requisitos exigidos por la legislación laboral vigente para ser titular de dichos derechos?

Al respecto, consideramos que es necesario el cumplimiento de todos y cada uno de los requisitos previstos por la ley para ser titular de un derecho. En efecto, sólo a partir de ese momento un derecho habrá ingresado al patrimonio personal y estaremos frente a un derecho adquirido; antes del cumplimiento de dichos requisitos no se es titular del derecho, y en consecuencia no se habrá adquirido

[16] MORALES GONZÁLES, Néstor. «Interrupción de la prescripción laboral (Pleno Jurisdiccional Laboral. Trujillo – Agosto 1999)». En, Revista Asesoría Laboral, No. 107, Noviembre de 1999. pp. 15 y 16.

C. Cornejo

ningún derecho, sólo se tendrá la expectativa de adquirirlo y se estará, en consecuencia, frente a un derecho expectaticio. De conformidad con lo anterior, cuando se haya adquirido el derecho y el mismo sea exigible habrá nacido la acción, y empezado a correr el plazo prescriptorio. Recogiendo el razonamiento precedentemente expuesto, el artículo 1993° del Código Civil señala que «La prescripción comienza a correr desde el día en que puede ejercitarse la acción y continúa contra los sucesores del titular del derecho» (sic). De acuerdo con esta norma se establece una regla general en virtud de la cual el plazo prescriptorio comienza a correr desde que el derecho es exigible y puede ejercitarse la acción.

No obstante lo anterior, hay quienes se preguntan desde cuando es que puede ejercitarse la acción. Sobre el particular, mencionaremos sólo a título ilustrativo, que se han formulado varias teorías. Una de ellas es la teoría de la lesión, según la cual es necesario que el derecho haya sidó lesionado por un tercero.

Según esta teoría «el derecho comienza a prescribir cuando es violado, y (...) lo es cuando un tercero lo lesiona mediante un comportamiento positivo, en unos casos y, en otros, cuando la expectativa del titular queda insatisfecha por el comportamiento omisivo de ese tercero» (sic). Empero, como quiera que el objeto del presente trabajo no es estudiar este tema, lo dejamos planteado y confiamos que sea estudiado en detalle.

Con relación a este tema, y a modo de conclusión, podemos señalar que coincidimos con lo establecido en el Código Civil en el sentido de que el plazo prescriptorio empieza a correr desde que el derecho es exigible. Siendo específicos, desde que se vence el plazo previsto en la Ley o en el convenio para el otorgamiento del derecho.

Lamentablemente, en materia laboral tanto a nivel legislativo como jurisprudencial -como veremos más adelante- este tema no ha sido tratado de manera uniforme ni con la solvencia que hubiera sido deseable.

V. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS:

¿EVOLUCIÓN LEGISLATIVA O INVOLUCIÓN LEGISLATIVA?

La regulación de la prescripción laboral en nuestro ordenamiento jurídico se remonta a la década iniciada en 1920, y desde dicha fecha ha sido blanco de no pocas modificaciones legislativas. A continuación reseñamos su historia y evolución legislativa.

(i) La Resolución Suprema de fecha 22 de junio de 1928, Reglamento de la Ley 4916, estableció un plazo prescriptorio de seis (6) meses contados a partir del hecho que los origine.

(ii) El numeral 4) del artículo 1168° del Código Civil de 1936, estableció un plazo prescriptorio de tres (3) años contados desde que se extinguía el vínculo jurídico. Dicho plazo era de aplicación tanto para los servicios dependientes como independientes.

(iii) El artículo 49° de la Constitución de 1979, estableció que el plazo para la acción de cobro de remuneraciones y beneficios sociales prescribía a los quince (15) años.

No se precisó la forma de cómputo, sin embargo, se entendió que dicho plazo se computaba desde que se extinguía el vínculo laboral. Esta regulación se mantuvo vigente hasta el 29 de diciembre de 1993.

A partir del 30 de diciembre de 1993, se produjo un vacío legal, pues al entrar en vigencia la Constitución de 1993, perdieron vigor las normas que regulaban la prescripción en materia laboral. Tal situación hizo necesario recurrir a la aplicación supletoria de la legislación civil, y específicamente, del Código Civil, el mismo que en sus artículos 1989° y siguientes regula la prescripción.

(iv) El Código Civil de 1984, por razones evidentes, no regula la prescripción en materia laboral sino que lo hace en materia civil. En este sentido, en el numeral 1) del artículo 2001°, se establece que el plazo de prescripción para las acciones personales es de diez (10) años. Dicha disposición fue aplicada en materia laboral, pues la acción por derechos derivados de la relación de trabajo es una acción personal.

(v) La Ley 26513, de fecha 28 de julio de 1995, señaló que la prescripción en materia laboral era de tres (3)años, y se computaba desde que el derecho resultaba exigible. Con la entrada en vigencia de esta disposición la legislación laboral nuevamente reguló para sí y de manera específica un plazo prescriptorio y la forma de computarlo. Esta norma fue recogida -de manera exacta- por la Primera Disposición Complementaria, Transitoria y Derogatoria del Texto Único

Ordenado del Decreto Legislativo 728, Ley de Productividad y Competitividad Laboral, aprobado por Decreto Supremo N° 003-97-TR.

(vi) La Ley 27022, de fecha 23 de diciembre de 1998, dispuso que el plazo de prescripción en materia laboral era de dos (2) años y se computaba desde que se extinguía la relación laboral. A menos de cuatro (4) años de haber entrado en vigencia la legislación sobre prescripción laboral, la misma fue modificada para reducir el plazo prescriptorio e introducir una modificación sustancial en la forma de cómputo del referido plazo, pues el mismo se empezó a computar desde el cese de la relación laboral y ya no desde que el derecho resultaba exigible.

(vii) La Ley 27321, de fecha 22 de julio del año 2000, señala que el plazo de prescripción en materia laboral es de cuatro (4) años y se cuenta desde que se produce el cese de la relación de trabajo. A sólo diecinueve (19) meses de haberse introducido la última modificación, se introduce una nueva modificación, la cual sólo amplió el plazo prescriptorio.

De la revisión de las diversas normas que han regulado el tema de la prescripción en materia laboral se aprecia que han existido momentos de vacío legal; que no ha existido un criterio uniforme con relación al plazo de prescripción, pues éste ha oscilado entre los dos (2) y los quince (15) años; y que la forma de cómputo del mismo ha estado sujeta dos (2) criterios que se han sucedido en el tiempo de manera alternada, lo que ha generado no pocos inconvenientes a la hora de resolver la aplicación de la prescripción en materia laboral. De dichos inconvenientes nos ocuparemos más adelante.

No obstante esto último, resulta importante apuntar que desde el 28 de julio de 1995, el plazo de prescripción ha sido modificado en dos (2) oportunidades, para reducir y luego ampliar el plazo prescriptorio sin ningún criterio técnico[17]; y que la forma de cómputo de dicho plazo ha variado de manera trascendente, lo que ha motivado se generen confusiones y gruesos errores que han llevado a asimilar la exigibilidad de un derecho al cese de la relación de trabajo, como si los derechos laborales sólo fueran exigibles con ocasión de la extinción del vínculo de trabajo.

VI. REGULACIÓN VIGENTE

Como ya ha sido adelantado, la norma vigente en materia de prescripción laboral es la Ley 27321, de fecha 22 de julio del año 2000, la cual establece que el plazo de prescripción en materia laboral es de cuatro (4) años y se cuenta desde que se produce el cese de la relación de trabajo. Con relación a la regulación actualmente vigente, no haremos mayor comentario, simplemente nos limitaremos a señalar que respecto de la regulación anterior, ésta -la vigente- no ha significado una variación del criterio o forma de cómputo del plazo prescriptorio, pues se mantiene el criterio según el cual el cómputo se realiza a partir del cese de la relación laboral.

La modificación introducida por la Ley 27321, sólo ha significado una ampliación del plazo prescriptorio de dos (2) a cuatro (4) años, lo que no parece adecuado si lo que se quiere es lograr la seguridad jurídica. En efecto, en nuestra opinión establecer largos plazos prescriptorios no contribuye a la consolidación de situaciones jurídicas, antes bien, la desalienta. Creemos que el establecimiento de plazos prescriptorios cortos obliga a los trabajadores y en general a las personas a ser diligentes y a no postergar el reclamo de los derechos que se considera no han sido reconocidos o pagados íntegramente.

En suma, podemos señalar que a partir del 23 de julio del año 2000, el plazo de prescripción en materia laboral es de cuatro (4) años y se cuenta desde que se extingue el vínculo de trabajo. Asimismo, es preciso apuntar que la prescripción iniciada hasta el 22 de julio del año 2000, se rige -por expreso mandato legal[18]- por la norma vigente en dicha fecha, esto es, por la Ley 27022, la cual establecía un plazo de prescripción distinto y a su vez, remitía a la legislación anterior para la prescripción iniciada antes de su vigencia, sucesión normativa ésta que ha generado una serie de dificultades interpretativas y fallos judiciales harto cuestionables.

[17] Obsérvese que ninguna de las normas que han regulado la prescripción laboral han señalado en su parte considerativa las razones técnicas que sustenta la modificación del plazo prescriptorio. Ello, nos permite afirmar que dichas modificaciones han carecido de criterio técnico.

[18] La Ley 27321, en su Segunda Disposición Complementaria, Transitoria y Final dispone que «La prescripción iniciada antes de la vigencia de esta Ley se rige por la Ley anterior» (sic).

VII. MARCHAS Y CONTRAMARCHAS DE LA AUTORIDAD JURISDICCIONAL

Las no pocas modificaciones legislativas y la superposición en el tiempo de las normas jurídicas que han regulado la prescripción en materia laboral ha generado confusión y creado las condiciones para la comisión de gruesos errores en la interpretación y aplicación de las citadas normas jurídicas.

Al respecto, cabe señalar que no obstante la claridad de los textos normativos que han regulado la prescripción laboral desde el mes de julio de 1995, la autoridad jurisdiccional -y nos referimos a los Juzgados y Salas Especializadas en lo Laboral- no ha sido uniforme al resolver el tema de la prescripción laboral, lo cual es preocupante por dos (2) razones principales.

La primera, porque revela la ausencia de un criterio único para resolver las excepciones de prescripción deducidas por los justiciables en el marco de los procesos laborales en los que son parte.

La segunda, porque pone en evidencia el pobre nivel académico y de formación jurídica de algunos de nuestros magistrados, que sin capacidad de análisis y recurriendo al argumento simple y fácil han optado por aplicar la norma vigente en el momento en el que se produjo el cese de la relación laboral del trabajador, sin advertir que ello vulnera los criterios de aplicación de las normas jurídicas en el tiempo, y que la prescripción laboral ha sido objeto de una regulación no uniforme que no sólo ha variado los plazos prescriptorios sino además -y principalmente- la forma de cómputo de los mismos.

De conformidad con lo anterior, el primer paso para identificar la norma aplicable y resolver una excepción de prescripción es prestar atención al momento en el que se produce el incumplimiento en el pago de un derecho laboral, y no al momento del cese, pues éste -el cese de la relación laboral- sólo es relevante a partir del 23 de diciembre de 1998 y para los incumplimientos que se generen a partir de dicha fecha.

Los incumplimientos anteriores a dicha fecha -al 23 de diciembre de 1998- se regulan por la norma vigente en el momento en el que se produjo el incumplimiento, lo contrario implica una aplicación retroactiva de la Ley[19]. Así pues, la fecha de 23 de diciembre de 1998, cobra singular importancia si de prescripción en materia laboral se trata. En efecto, hasta el 23 de diciembre de 1998, la forma de cómputo del plazo de prescripción tenía como criterio de referencia la exigibilidad del derecho reclamado; después de la citada fecha la forma de cómputo del plazo de prescripción tiene como criterio de referencia el cese de la relación laboral. En suma, el 23 de diciembre de 1998, marca un quiebre en la forma de computar el plazo de la prescripción laboral.

Siendo explícitos cabe señalar que hasta el 23 de diciembre de 1998, el plazo de prescripción era de tres (3) años y se computaba desde que el derecho era exigible, por lo que a la fecha -mayo del año 2003-, los derechos laborales que al 23 de diciembre de 1998 eran exigibles, han prescrito. Ciertamente, dichos derechos prescribieron -en el peor de los casos- el 23 de diciembre del año 2001.

Con fecha 23 de diciembre de 1998, la Primera Disposición Complementaria, Transitoria y Derogatoria de la LPCL, la cual disponía que el plazo de prescripción era de tres (3) años y se computaba desde que el derecho era exigible, fue derogada. En efecto, la Ley 27022, derogó la disposición antes mencionada y señaló que «La prescripción iniciada antes de la vigencia de esta Ley, se rige por la ley anterior».

No obstante lo expuesto, no se puede desconocer la existencia de aquél planteamiento según el cual la referencia a «derecho exigible» se debe entender como a «término de la relación laboral» y que se sustenta en una ejecutoria de la Sala de Derecho Constitucional y Social de la Corte Suprema de Justicia de la República que incurre en dicho error. Con relación a lo anterior, debemos apuntar que una ejecutoria, aun cuando provenga de la máxima instancia judicial, no puede modificar lo señalado expresamente en la Ley y forzar una interpretación antojadiza de lo que debe

[19] La aplicación retroactiva de una norma es aquella que se hace para regir hechos, situaciones o relaciones jurídicas que tuvieron lugar antes del momento en que entra en vigencia, es decir, antes de su aplicación inmediata. Ello sucede en el caso que, por ejemplo, la falta de pago de la gratificación de diciembre de 1998, se regulara por la Ley 27022, la cual se aplica de manera inmediata sólo a partir del 24 de diciembre de 1998. Ver, RUBIO CORREA, Marcial. «Título Preliminar. Biblioteca para leer el Código Civil». Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1986. p. 57.

entenderse por derecho exigible asimilándolo a término de la relación laboral. Dicho planteamiento no resiste mayor análisis.

En efecto, un derecho resulta exigible desde el momento en que vence el plazo o se cumple la condición legal o contractualmente establecida para su reconocimiento. Este concepto se encuentra recogido y reconocido por las leyes y la doctrina aplicables al derecho de obligaciones y también por la legislación laboral, específicamente por el numeral 6) del literal a) del artículo 5° del Decreto Legislativo 910, Ley General de Inspecciones y Defensa del Trabajador. La indicada disposición prevé textualmente que «(...) la verificación del cumplimiento de las obligaciones legales o convencionales se realiza teniendo en cuenta que el derecho es exigible por el trabajador desde el día siguiente en que venció el plazo establecido en la ley o en el convenio para hacerlo efectivo (...)» (sic).

Conforme se puede apreciar del texto legal que los jueces están obligados a aplicar, no cabe interpretar los alcances de exigibilidad del derecho de manera diferente a lo establecido en la Ley.

Insistir en interpretaciones diferentes aún existiendo una norma con rango legal que establece claramente en qué momento el derecho es exigible, sería alentar el incumplimiento de las leyes en el país o reconocerle a la Corte Suprema de Justicia de la República la facultad de modificar leyes, la cual no tiene.

Con el mismo criterio y aplicando el principio de «a igual razón, igual derecho», se podría interpretar que las obligaciones del empleador de pagar remuneraciones, gratificaciones legales, compensación por tiempo de servicios, conceder vacaciones, etc., también están condicionadas a la extinción del vínculo laboral, puesto que la exigibilidad de un derecho, tiene como lógica contrapartida la obligatoriedad en el cumplimiento de una prestación. La una no puede darse sin la otra.

Como se puede apreciar, interpretar que sólo son exigibles los derechos laborales al cese del trabajador, genera consecuencias nefastas para el cumplimiento de las obligaciones laborales, las que sólo podrían ser reclamadas al empleador cuando el derecho sea exigible. Lo contrario resulta incoherente y discriminatorio. Si «exigible» es sinónimo de «término de la relación laboral», no hubiera sido necesario modificar la norma de plazo prescriptorio para cambiar la terminología y señalar que el cómputo de la prescripción es a partir del término del vínculo laboral y menos prever que los plazos prescriptorios iniciados se regirán por la ley anterior.

Luego, podemos señalar que el criterio contenido en una ejecutoria suprema no puede modificar el texto expreso de la Ley. A mayor abundamiento, cabe precisar que sin perjuicio de lo anterior, el Juez tiene la obligación de hacer prevalecer la Ley y para ello el artículo 22° del Texto Único Ordenado de la Ley Orgánica del Poder Judicial, aprobado por Decreto Supremo N° 017-93-JUS, lo faculta a apartarse de cualquier criterio jurisprudencial que considere equivocado.

Es inobjetable que la autoridad jurisdiccional no ha sido uniforme al momento de resolver y establecer un único criterio con relación al tema de la prescripción en materia laboral. E incluso ha llegado a ser errática como veremos a continuación.

El tema de la prescripción en materia laboral se hace relevante y preocupante a partir de la Resolución de fecha 6 de octubre de 1997, emitida por la Sala de Derecho Constitucional y Social de la Corte Suprema de Justicia de la República, recaída en el Expediente N° 802-96, la cual señaló que «(...) las normas antes citadas [se refiere a la Primera Disposición Transitoria, Derogatoria, Complementaria y Final del Decreto Legislativo 728, Ley de Fomento del Empleo, aprobado por Decreto Supremo N° 005-95-TR; a la Segunda Disposición Transitoria de su Reglamento aprobado por Decreto Supremo N° 001-96-TR; y al numeral 1) del artículo 2001° del Código Civil], están referidas a la prescripción de la acción derivadas de las acciones laborales; que, en lo que respecta a la primera de las citadas, establece que las acciones de esta naturaleza prescriben a los tres (3) años desde que resultan exigibles; y la segunda de las normas mencionadas indica que éste término rige a partir del día siguiente en que la obligación correspondiente resulte exigible; que teniendo en cuenta que la accionante está solicitando su compensación por tiempo de servicios, vacaciones y otros beneficios, éstas sólo resultan exigibles al cese de la relación laboral, en consecuencia a la fecha de interposición de la presente acción no ha transcurrido el término antes mencionado» (sic).

Como surge de la lectura de la resolución transcrita, la autoridad jurisdiccional a pesar de que existía norma expresa que disponía que

el plazo de prescripción era de tres (3) años desde que el derecho resultaba exigible, resolvió que el citado plazo debía contarse desde que se extinguía el vínculo laboral, pues entendió -equivocadamente por cierto- que la exigibilidad de los derechos laborales sólo podía darse con la extinción del vínculo laboral.

Lo anterior, era aún más grave si se tiene en cuenta que lo resuelto por la Corte Suprema de Justicia de la República desconoció un Acuerdo del Pleno Jurisdiccional de 1997, al cual nos referiremos más adelante, pero que cabe precisar, pretendía establecer un criterio de aplicación general para los casos de prescripción en materia laboral.

Sin embargo, pareciera que dicho criterio está siendo abandonado y cediendo el paso a otro criterio más inteligente por cierto, según el cual debe prestarse atención a la norma vigente en el momento en el que se produce el incumplimiento.

Así, la Sala Laboral de la Corte Superior de Justicia de Arequipa, mediante Resolución de fecha 22 de mayo de 2001, recaída en el Expediente N° 808-2000, expresamente señala «Que, efectivamente, la Primera Disposición Complementaria, Transitoria, Derogatoria y Final de la Ley N° 26513 establece que las acciones por derechos derivados de la relación laboral prescriben a los tres años que resulten exigibles (...) que, un derecho es exigible desde el momento que pueda demandarse en caso de incumplimiento; y para la presente causa, tratándose de vacaciones, es exigible al año siguiente en que se adquiere el derecho según lo previsto en el artículo 23 del Decreto Legislativo N° 713» (sic).

A su turno, la Segunda Sala Laboral de la Corte Superior de Justicia de Lima mediante Resolución de fecha 31 de julio del año 2002, recaída en el Expediente N° 1298-2002, señala en su Sexto Considerando y refiriéndose a la prescripción laboral que en caso de sucesión normativa debe aplicarse el plazo de la Ley que se encuentre vigente en el momento en el que la obligación resulte exigible, en este caso, la Ley 26513, la cual dispone que los derechos laborales prescriben a los tres (3) años desde que son exigibles. De este modo se abandona el criterio según el cual la exigibilidad de un derecho sólo es posible con ocasión del cese de la relación laboral y se comprende que un derecho es exigible desde que vence el plazo para su otorgamieto.

Así pues, pareciera que la autoridad jurisdiccional en sus diversas instancias se está formando un criterio distinto que modifica el propuesto por la Corte Suprema de Justicia de la República, el cual como hemos señalado previamente carecía de sustento legal.

Lo anterior es saludable en la medida que la jurisprudencia está adoptando un criterio que tiene gran sustento teórico, pues a nivel teórico consideramos -sin temor de equivocarnos- que el mismo es inobjetable.

Mención aparte merece lo acordado en el Pleno Jurisdiccional Laboral de 1997. Y es que la problemática generada como consecuencia de las modificaciones legislativas introducidas en materia de prescripción laboral desató la preocupación en los magistrados laborales y motivó que con ocasión del Pleno Jurisdiccional Laboral realizado en 1997, se estableciera un criterio que aspiraba a ser uniforme para la aplicación de la prescripción laboral. Así pues, el Acuerdo N° 03 del Pleno Jurisdiccional Laboral 1997, señala que «El plazo de prescripción de los beneficios de carácter laboral se computa conforme a la norma vigente al momento que la obligación sea exigible, salvo que por norma posterior se estipule un plazo distinto, en cuyo caso la prescripción operará en el que venza primero» (sic).

De este modo, se intentó establecer un criterio de aplicación general, según el cual para resolver una excepción de prescripción debía prestarse atención a la norma vigente en el momento en que se proclama el incumplimiento laboral, pues sólo a partir de dicho momento el derecho era exigible. Sin embargo, como ya lo hemos mencionado y comentado, un cuestionable fallo de nuestra máxima instancia judicial desconoció este acuerdo y lo desterró del panorama jurisdiccional.

VIII. LA PRESCRIPCIÓN LABORAL EN EL ANTEPROYECTO DE LA LEY GENERAL DE TRABAJO

La regulación de la prescripción laboral es un tema de incuestionable importancia. Ello explica la inclusión de dos (2) artículos que la regulan en el Anteproyecto de la Ley General de Trabajo.

Ciertamente, el artículo 311° del Anteproyecto de la Ley General de Trabajo señala que «La prescripción de la acción de cobro de las remuneraciones, beneficios sociales y otros créditos laborales de los trabajadores tiene un

plazo de un año y se inicia al extinguirse la relación laboral» (sic). Con relación a este artículo debemos apuntar, en primer lugar, que intenta dejar establecido que la prescripción laboral puede afectar el derecho a las remuneraciones, a los beneficios sociales y cualquier otro crédito laboral, con lo cual, pareciera que la prescripción sólo puede afectar derechos de contenido económico y que se materializan a través de un pago. En segundo lugar, debemos mencionar que este proyecto de artículo tiene la virtud de reducir el plazo prescriptorio de manera significativa, lo cual en nuestra opinión es conveniente y saludable en la medida que contribuye a consolidar las situaciones jurídicas y la seguridad jurídica, tan necesaria para el orden social.

Finalmente, el mismo proyecto normativo señala en su artículo 312° que «La prescripción se suspende, además de las causales previstas en el Código Civil, por el emplazamiento al obligado por vía notarial, siempre que la respectiva demanda sea interpuesta dentro de los treinta (30) días siguientes» (sic). A este respecto, debemos señalar en primer lugar, que es la primera vez que se reconoce al emplazamiento notarial como causa de suspensión del curso prescriptorio, lo cual es acertado en la medida que se evita al trabajador la necesidad de acudir directamente al Poder Judicial para reclamar un derecho e interrumpir -y no suspender- el decurso prescriptorio.

Por lo tanto, resulta acertado que de este modo se privilegie la cultura de la conciliación y no de la confrontación.

IX. CONCLUSIÓN

A modo de conclusión debemos señalar que es intención del presente trabajo hacer notar que para resolver una excepción de prescripción no es suficiente identificar la fecha de cese del trabajador y la norma vigente en ese momento, sino que es necesario hacer un análisis mucho más exhaustivo. En efecto, para resolver una excepción de prescripción es necesario identificar el momento en el que se produce el incumplimiento laboral que motiva la interposición de la demanda, y luego la norma vigente en ese momento, pues sólo así se podrá conocer, primero, la legislación aplicable y, segundo, si los derechos reclamados han prescrito.

Por último, se ha intentado mostrar la inconsistencia del fallo de la Corte Suprema de Justicia de la República, el cual ha generado una serie de errores interpretativos al considerar que la exigibilidad de un derecho sólo es posible al cese de la relación laboral, para crear conciencia de la necesidad de variar dicho criterio. Lo que pareciera está sucediendo pues se advierte que algunas Salas Laborales están apartándose del mismo, sin embargo, consideramos que sólo cuando la Corte Suprema modifique el referido criterio se habrá superado el problema. Ciertamente, es necesario que nuestra máxima instancia judicial comprenda que la exigibilidad de un derecho laboral no depende del cese de la relación laboral y que los derechos que eran exigibles al 23 de diciembre de 1998, a la fecha están prescritos.

ALAYZA CONSULTORES LEGALES SOCIEDAD CIVIL

CALLE GUILLERMO MARCONI N° 451
SAN ISIDRO

Telf.: 472-0628 - 472-0574 - 472-0577 - 472-9236
Fax: 472-0015
E-mail: estudio@alayzalegal.com.pe

LA PUBLICIDAD DENIGRATORIA EN EL PERÚ: MEMORIAS SOBRE LA GUERRA DE LAS KOLAS AMARILLAS (HISTORIA DE GÓMEZ, LOS CHAMANES, LOS COCINEROS Y LA IMPULSADORA)

Ivo S. Gagliuffi Piercechi* **

Mediante el presente artículo el autor realiza un interesante estudio sobre una de las modalidades de la publicidad desleal: la publicidad denigratoria. El autor parte de una breve revisión histórica de la legislación nacional sobre el tema, para luego pasar a analizar los criterios doctrinarios y los establecidos en la jurisprudencia del INDECOPI. Finalmente, en lo que el autor ha denominado «La Guerra de las Kolas Amarillas», la legislación y los criterios antes examinados serán aplicados al análisis del tratamiento de un grupo de denuncias sobre publicidad denigratoria en el Perú.

* Abogado por la Universidad de Lima. Graduado del Curso de Postgrado por la Universidad de Salamanca en Derecho de la Competencia y Signos Distintivos. Catedrático de la Universidad de Lima.

** Deseo expresar mi agradecimiento a la Comisión de Represión de la Competencia Desleal del INDECOPI por su valioso apoyo en la elaboración del presente artículo, en especial, a Luisa Villanueva y Carlos Jiménez; así como a Luis Miguel León Luna, alumno de la Universidad de Lima, por su eficiente labor de investigación y comentarios.

I. INTRODUCCIÓN

Para Robert Guérin «el aire que respiramos es un compuesto de oxígeno, nitrógeno y publicidad»[1]. Una paráfrasis de esta provocadora opinión nos induce a señalar que cuando el compuesto de la publicidad contiene el elemento de la denigración entonces el aire que respiramos se contamina, con las consecuencias perjudiciales que ello provoca, siendo necesario evitar o contrarrestar tales efectos[2].

El concepto de publicidad se sustenta en un acto de difusión o comunicación pública de información, pero en el plano comercial posee una connotación estratégica sumamente relevante, toda vez que para los agentes económicos se constituye como un instrumento mediante el cual pueden promover, masivamente o en sectores específicos de su especial interés, la contratación de sus bienes o servicios a efectos de captar nueva clientela o mantener la fidelidad de la cartera ya obtenida, desplegando una triple función: informativa, persuasiva y de fomento de la competencia y, al mismo tiempo, reduciendo los costos de acceso a la información en el mercado en beneficio de los consumidores, pues facilita la ubicación y elección de los recursos requeridos para satisfacer sus necesidades[3].

Nótese que no hacemos referencia a la publicidad común o general, sino únicamente a aquella que tuviese carácter comercial conforme a los términos expuestos. La importancia de esta distinción reside en que la legislación pertinente estaría diseñada para aplicarse a la publicidad comercial, entendida como instrumento empresarial destinado a informar al público sobre las prestaciones para captar y/o mantener preferencias de los consumidores, descartándose de dicho ámbito a la publicidad institucional, política, entre otras que carezcan de tal contenido o que no tengan incidencia en el mercado[4].

---

[1] Epígrafe citado por: RAVENTÓS, Fernando. «Normas de la publicidad». Editado por Loret de Mola, Venegas & Raventós. Lima, 1993.

[2] La etimología misma del término «denigración» nos permite apreciar que posee una valoración negativa, ya que proviene del latín *denigratio*, que significa «acción de ennegrecer». REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. «Diccionario de la Lengua Española». Vigésima Segunda Edición. Madrid, Espasa, 2001, p. 505.

[3] Para Broseta Pont: «La publicidad es uno de los fenómenos más característicos de la sociedad neocapitalista de nuestro tiempo. Constituye un elemento imprescindible para que se pueda desarrollar la competencia en el mercado. Su finalidad fundamental consiste en promover la contratación de bienes y servicios entre productores y consumidores. Mas no sólo favorece a los empresarios, permitiéndoles ampliar y mantener su clientela, sino que también favorece o debe favorecer a los consumidores, a quienes, al menos teóricamente, por medio de la publicidad se les permitirá informarse de la oferta de bienes y servicios existentes, para que puedan elegir los mejores a fin de satisfacer sus necesidades. La función descrita se logra poniendo en práctica una compleja actividad económica, denominada actividad publicitaria o publicidad. Ésta cumple, pues, una función informativa, ilustradora y fundamentalmente «persuasiva» o «seductiva» para los consumidores». BROSETA PONT, Manuel. «Manual de Derecho Mercantil». Madrid, Editorial Tecnos, 1994, p. 155.

[4] Sobre el particular, la Sala de Defensa de la Competencia del Tribunal del INDECOPI (en adelante, la «Sala») ha establecido el siguiente precedente de observancia obligatoria: «Para efectos de lo dispuesto en el Decreto Legislativo N° 691 y sus normas reglamentarias, constituye publicidad comercial cualquier forma de comunicación pública que tenga por finalidad o como efecto fomentar, directa o indirectamente, la adquisición de bienes o la contratación de servicios, captando o desviando, de manera indebida, las preferencias de los consumidores. No constituye publicidad comercial la propaganda política y la publicidad institucional, entendida esta última como aquella que tiene por finalidad promover conductas de relevancia social, tales como el ahorro de energía eléctrica, la preservación del medio ambiente, el pago de impuestos, entre otras». (Resolución 096-96-TRI-SDC-INDECOPI del 11 de diciembre de 1996. Productos Rema S.A. vs. Luz del Sur S.A.).

Ahora bien, la función persuasiva de la publicidad implica que el empresario que la emplee está en la posibilidad de sustraer clientela a sus competidores, siempre que consiga desviar sus preferencias a los productos o servicios que son materia de la misma, produciendo un «daño concurrencial lícito», el cual no resulta sancionable, sino que, por el contrario, se considera conveniente en la medida que fomenta la competencia en el mercado[5].

Sin embargo, la publicidad puede revestir diversas modalidades que la tiñen de ilicitud o deslealtad, en la medida en que no se sustente en el propio esfuerzo del agente económico, su eficiencia empresarial o la calidad y condiciones de sus productos o servicios, constituyéndose como cuestionables medios para mantener o captar clientela[6]. En materia publicitaria existen una serie de modalidades claramente identificadas –en nuestra opinión, todas ellas modalidades de publicidad desleal–, siendo las más comunes la publicidad engañosa, la publicidad subliminal, la publicidad comparativa[7] y la publicidad denigratoria.

El presente trabajo tiene por finalidad revisar la modalidad de la publicidad denigratoria y, a tal efecto, expondremos brevemente la evolución de la legislación nacional que la regula. Luego, se realizará un análisis de los criterios jurisprudenciales de los órganos funcionales del INDECOPI y doctrinarios relacionados con esta figura, a fin de comprender su naturaleza, bien jurídico protegido y alcances. Por último, se revisará brevemente un grupo de denuncias que nos hemos permitido denominar como la «Guerra de las Kolas Amarillas» que involucraron a empresas de dicho segmento de mercado y que, en nuestra opinión, se constituye como un caso paradigmático sobre la regulación y aplicación de la publicidad denigratoria en el Perú.

El origen de la represión de la publicidad denigratoria en el Perú se podría identificar, en nuestra opinión, en la regulación establecida en la Ley 13270, Ley de Promoción Industrial, del 26 de noviembre de 1959, que en su artículo 100 (literal f) tipificó como acto de competencia desleal la propagación de noticias sobre los negocios de competidores

[5] Friedman, desde una perspectiva económica advierte que: «La publicidad es un gasto específicamente dirigido a incrementar la demanda y en general los esfuerzos publicitarios de una empresa afectarán a la demanda de todas las empresas del mercado. Por lo tanto, la publicidad es un bien público local para las empresas de una industria. Las externalidades de este tipo de bien público pueden ser tanto beneficiosas (publicidad cooperativa), como dañinas (publicidad depredadora), pero sea cual fuese este resultado depende de la propia naturaleza de los productos fabricados por las empresas y no de cómo éstas actúen». FRIEDMAN, James. «Teoría del Oligopolio». Madrid, Alianza Editorial, 1986, p. 194. Sobre el particular, la Sala ha establecido el siguiente criterio: «(...) una consecuencia natural que surge en un mercado en donde concurren agentes económicos en libre competencia es la pérdida de clientes o proveedores. Los agentes económicos (ofertantes) que participan en el mercado se encuentran en constante lucha por la captación de clientes, proveedores e, incluso, trabajadores. Esta lucha no sólo es lícita, sino además deseable y fortalecida en un sistema de libre competencia, pues redunda en la óptima asignación de recursos y maximización del bienestar de los consumidores. Ello constituye la esencia de la competencia. (...) todo agente que interviene en el mercado es conciente de la existencia de este riesgo por la presencia de otros competidores que en base a su propio esfuerzo empresarial ofrecen propuestas más atractivas, ya sea por ser éstas de mejor calidad o más ventajosas. En ese sentido, todo agente también es conciente de las consecuencias que ello traería, es decir, la posible pérdida de ingresos o, incluso, la posible salida del mercado, es una sanción a la menor eficiencia». (Resolución 0086-1998/TDC-INDECOPI del 27 de marzo de 1998. Hotelequip S.A. vs. Hogar S.A.).

[6] Según Bercovitz: «Es preciso, además, evitar que la clientela sea captada por medios que no se basan en la calidad y condiciones de las prestaciones ofrecidas, ni se basan en la eficiencia empresarial, sino en actuaciones que distorsionan el sistema. (...) Queda claro, por consiguiente, que para que el sistema competitivo funcione, y eso es lo que pretende el legislador, hay que obligar a competir a los empresarios, pero no basta con eso. Hace falta, además, impedir que al competir se utilicen medios que desvirtúen el sistema competitivo, al permitir atraer a la clientela mediante actuaciones incorrectas, en el sentido de que no se basan en el esfuerzo del propio empresario ni en la calidad y ventajas de las prestaciones que ofrece». BERCOVITZ, Alberto. «Significado de la ley y requisitos generales de la acción de competencia desleal». En: «La regulación contra la competencia desleal en la Ley de 10 de enero de 1991». Madrid, Editado por el Boletín Oficial del Estado y la Cámara de Comercio e Industria de Madrid, 1992, p. 15.

[7] Cabe advertir que la publicidad comparativa no es ilegal por sí misma, sino sólo cuando implica un engaño a los consumidores o un descrédito a los competidores. La Sala ha establecido el siguiente precedente de observancia obligatoria: «(...) es lícito hacer comparaciones expresas de productos en la publicidad. Esta modalidad denominada publicidad comparativa se caracteriza particularmente por ser específica, objetiva y brindar una apreciación de conjunto de los principales aspectos de los productos comparados. Asimismo, las comparaciones expresas de productos deben cumplir con los requisitos exigidos a toda publicidad comercial, es decir: no deben infringir el principio de veracidad, contenido en el artículo 4 del Decreto Legislativo N° 691, engañando por implicancia u omisión -; ni deben infringir el principio de lealtad, contenido en el artículo 7 del Decreto Legislativo N° 691, induciendo a los consumidores a confusión o denigrando a los competidores. (...)». (Resolución 186-97-TDC-INDECOPI del 2 de julio de 1997. Procter & Gamble del Perú S.A. vs. Productos Sanitarios del Perú S.A.). Cabe señalar que esta resolución ha sido revocada recientemente por el Poder Judicial en vía de acción contencioso administrativa. Distintas perspectivas sobre la licitud de la «publicidad comparativa» en: TATO, Anxo. «La publicidad comparativa». Madrid, Marcial Pons Ediciones, 1996, p. 20; ARACAMA, Ernesto. «Medios distintivos y publicidad comparativa». Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1989.

que dañen el crédito de sus propietarios o que causen temor sobre sus productos, a fin de sustraerles o alejarles la clientela. Sin embargo, el Decreto Ley 18350, Ley General de Industrias, del 27 de julio de 1970, derogó a la citada norma, pero no reguló el tema, generándose un irresponsable vacío legal, no sólo respecto del supuesto de publicidad denigratoria, sino también sobre los actos de competencia desleal en general.

Recién con la expedición del Decreto Supremo 001-71-IC-DS, Reglamento de la Ley General de Industrias, del 25 de enero de 1971, se regula nuevamente el tema, reproduciéndose la misma disposición en su artículo 111 (literal f), pero estableciéndose adicionalmente que la publicidad comparativa se constituía como un acto de competencia desleal (literal g).

El régimen militar consideró conveniente regular también, de manera específica, los contenidos de la publicidad radial y televisiva mediante el Decreto Supremo 05-ED-72, del 11 de mayo de 1972, prohibiendo en su Norma Octava cualquier apreciación que implicase un acto de competencia desleal e, inclusive, cualquier referencia a los competidores (por ejemplo: la denigración), sin importar su naturaleza[8].

Mediante Decreto Supremo 003-74-OCI, del 12 de noviembre de 1974, se derogó el citado Decreto Supremo 05-ED-72, pero se mantuvo la misma posición intervensionista, señalándose en sus Normas de Contenidos que la publicidad no debía desacreditar a los competidores (numeral 12), haciéndose por primera vez referencia expresa a la denigración como tal, prohibiéndose el uso en la publicidad de representaciones o palabras que ridiculicen o denigren (numeral 13), porque la publicidad debía «ilustrar modelos constructivos de conducta humana».

Ya con el régimen democrático se dictó el Decreto Supremo 002-81-OCI/OAJ, del 21 de abril de 1981, que derogó al Decreto Supremo 003-74-OCI, reiterando en sus Normas de Contenidos (numeral 9) que la publicidad no debía referirse a bienes o servicios ajenos para desacreditarlos. Sin embargo, podía interpretarse que la publicidad comparativa era legal en la medida que no desacreditase a terceros.

La Ley 23407, Ley General de Industrias, del 28 de mayo de 1982, derogó al Decreto Ley 18350, antigua Ley General de Industrias, y dejó en suspenso su Reglamento, salvo el Título V, dentro del cual se regulaban los actos de competencia desleal (artículo 111), encontrándose entre ellos, –recordemos– la propalación de noticias que dañasen el crédito de los competidores (literal f), así como la publicidad comparativa en general (literal g)[9].

[8] Resulta interesante señalar que tal fue el control que realizó el régimen militar sobre la publicidad que, mediante Decreto Ley 20550, del 5 de marzo de 1974, creó el Sistema Nacional de Información (SNI), el cual se encargaría de normar, entre otros aspectos, la publicidad en general. Asimismo, se le encargó la regulación, coordinación y control de las actividades de información y difusión del Sector Público y de los organismos donde el Estado tuviese intereses, centralizando las actividades publicitarias. Así, uno de sus objetivos era «asegurar que la publicidad en el país sea empleada en armonía con el Plan Nacional de Desarrollo». El organismo rector del SNI fue la Oficina Central de Información (OCI), la cual estaba a cargo de un Jefe con calidad de Ministro de Estado, con voz y voto en el Consejo de Ministros. Posteriormente, con el regreso al régimen democrático, si bien el Decreto Legislativo 178, del 12 de junio de 1981, derogó al Decreto Ley 20550, modificándose el nombre de SNI por el de Sistema Nacional de Comunicación Social, así como el nombre de Oficina Central de Información por el de Instituto Nacional de Comunicación Social, se mantuvo una política de regulación y coordinación respecto del desarrollo de la publicidad comercial, aunque desprovisto del sesgo evidentemente intervensionista de la regulación precedente. Mediante Decreto Supremo 004-81-COMS, del 21 de diciembre de 1981, se aprobó el Reglamento del Sistema Nacional de Comunicación Social, por el cual se ratificó que su función consistía en normar y coordinar el desarrollo de las actividades de publicidad comercial.

[9] Cabe señalar que el Decreto Supremo 047-85-ICTI/IND, de fecha 25 de mayo de 1985, consideró que el numeral 9 del Decreto Supremo 002-81-OCI/OAJ y el artículo 111 (literal g) del Decreto Supremo 001-71-IC/DS podían resultar contradictorios y generar confusión al interpretarlos sistemáticamente, toda vez que mientras el primero sólo prohibía la publicidad comparativa que desacreditase a los competidores, el segundo prohibía la publicidad comparativa en general y, en consecuencia, se sustituyó el texto del segundo estableciéndose que se consideraba acto de competencia desleal únicamente aquella publicidad comparativa destinada a desacreditar a los competidores, es decir, la vertiente de la publicidad denigratoria. No obstante la aclaración expresa que se realizó, mediante Resolución del Consejo Directivo de ITINTEC CDI-003-89-ITINTEC, de fecha 4 de febrero de 1989, se incurrió en una seria contradicción, ya que se declaró como actos de competencia desleal, entre otros, la propalación de noticias que desacreditasen a los competidores, pero también la publicidad comparativa en general. A raíz de esta contradicción, tuvo que dictarse el Decreto Supremo 034-90-ICTI/IND, de fecha 12 de septiembre de 1990, reconociéndose la conveniencia de que el público consumidor esté debidamente informado de las diversas ofertas de productos y servicios existentes en el mercado y, en tal sentido, se permitió expresamente la publicidad comparativa. Esta norma derogó expresamente el artículo 111 (inciso g) del Decreto Supremo 001-71-IC/DS y el Decreto Supremo 047-85-ICTI/IND, así como tácitamente el artículo (literal g) de la citada Resolución del Consejo Directivo de ITINTEC, que declaraba como acto de competencia desleal a la publicidad comparativa.

[10] Mediante Decreto Supremo 039-2000-ITINCI, del 11 de diciembre de 2000 se aprobaron, entre otros, el Texto Único Ordenado de la Ley de Publicidad, recogiendo las modificaciones de las que había sido objeto.

La dispersión de las normas en materia publicitaria y las continuas contradicciones en que incurrían los legisladores, habrían motivado la expedición de un texto legal que regulase de manera específica la publicidad comercial y, de este modo, se dictó el Decreto Legislativo 691, Normas de Publicidad en Defensa del Consumidor, del 6 de noviembre de 1991 y vigente hasta la actualidad (en adelante, la «Ley de Publicidad»)[10], prohibiéndose expresamente el empleo de la denigración en la publicidad, sea ésta comparativa o no.

Así, el artículo 7 de la Ley de Publicidad, prohíbe la denigración en general en la publicidad, estableciendo lo siguiente:

«Artículo 7°.- Todo anuncio debe respetar la libre y leal competencia mercantil.
(...)
Los anuncios no deben denigrar ninguna empresa, marca, producto o aviso, directamente o por implicación, sea por desprecio, ridículo o cualquier otra vía».

Por su parte, el artículo 8 de la Ley de Publicidad (modificado por la Ley 27311, del 18 de julio 2000), si bien reconoce la legalidad de la publicidad comparativa, establece lo siguiente:

«Artículo 8°.- Es lícito hacer comparaciones expresas de productos, siempre y cuando no se engañe a los consumidores ni se denigre a los competidores»[11].

Ahora bien, aunque de manera extemporánea, mediante Decreto Supremo 020-94-MITINCI, del 16 de octubre de 1994, se aprobó el Reglamento de la Ley de Publicidad[12], (en adelante, el «Reglamento»), en el cual, si bien no existe una regulación expresa a la denigración en la publicidad, se establece en su artículo 5 que en la publicidad comercial se encuentra permitido el uso del humor, la fantasía y la exageración, en la medida que dichos recursos no engañen a los consumidores o no constituyan una infracción a las normas de publicidad, con lo cual se debe interpretar que tales recursos no deben resultar denigratorios en su empleo.

Sin perjuicio de estas disposiciones especiales para la publicidad comercial, debemos revisar el Decreto Ley 26122, Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, del 30 de diciembre de 1992 y vigente hasta la actualidad (en adelante, la «Ley de Competencia Desleal»), mediante el cual se regulan los actos de competencia desleal, reprimiéndolos por aplicación de la Cláusula General o por encontrarse expresamente tipificados.

En relación con esta norma conviene destacar que en su artículo 11 se considera a la denigración como un acto de competencia desleal, siendo comprendida bajo los siguientes términos:

«Artículo 11°.- Actos de denigración: Se considera desleal la propagación de noticias o la realización o difusión de manifestaciones sobre la actividad, el producto, las prestaciones, el establecimiento o las relaciones mercantiles de un tercero o de sus gestores, que puedan menoscabar su crédito en el mercado a no ser que sean exactas, verdaderas y pertinentes.

Califican dentro de lo dispuesto en el párrafo anterior, entre otras, las manifestaciones que

[11] La modificación de este dispositivo resulta sumamente importante en relación con la comprensión de la aplicación de la regulación sobre publicidad comparativa en el Perú. En efecto, el texto original de este artículo en la Ley de Publicidad era el siguiente: «Es lícito hacer comparaciones expresas de productos, incluyendo lo relativo a precios, si la comparación no denigra a los competidores ni confunde a los consumidores. Toda comparación debe ser específica, veraz y objetiva, y debe dar una apreciación en conjunto de los principales aspectos de los productos comparados». Sin embargo, el Área de Estudios Económicos del INDECOPI señaló en su Documento de Trabajo 001-2000, denominado «Fortalecimiento del Sistema de Protección al Consumidor: Diagnóstico y Propuesta», publicado el 15 de marzo de 2000, que la publicidad comparativa carecía de una regulación uniforme, toda vez que el artículo 12 de la Ley de Competencia Desleal, que tipifica los actos de competencia desleal en la modalidad de comparación, consideraba desleal realizar comparaciones entre la actividad, los productos, las prestaciones o el establecimiento propios o ajenos con los de un tercero cuando se sustente en afirmaciones falsas o no comprobables. Así, la modificación se sostuvo en lo siguiente: «En la práctica, la existencia de esta norma ha generado confusión entre los agentes económicos, ya que establece criterios de evaluación para las comparaciones mucho más rígidos que los contenidos en las normas sobre publicidad comercial; siendo que, en algunos casos, los criterios de la legislación sobre competencia desleal han sido invocados en los procedimientos en los cuales se ha cuestionado la legalidad de una publicidad comparativa; existiendo el riesgo de que, a través de su aplicación a estos casos, se impida el uso de recursos válidos en la publicidad, tales como el humor, la fantasía, la exageración, así como las apreciaciones subjetivas del anunciante. Por estas razones, se hace necesaria una modificación a la norma correspondiente de la Ley de Competencia Desleal, a fin de que el tratamiento que se hace de las comparaciones sea el mismo que el contenido en la legislación sobre publicidad comercial». Este cambio influyó en los criterios jurisprudenciales emitidos por los órganos funcionales a partir de la entrada en vigencia de la Ley 27311, de fecha 18 de julio de 2000, tal como se verá en el punto III.

[12] En efecto, el artículo 30 de la Ley de Publicidad señaló que su Reglamento debía elaborarse en un plazo de 60 días, pero transcurrieron casi 3 años hasta que dicho mandato fue cumplido.

refieran a la nacionalidad, las creencias o ideología, la intimidad, la vida privada o cualesquiera otras circunstancias estrictamente personales del afectado».

Asimismo, respetando la regla general que permite la comparación entre productos o servicios competidores, –pues ello brinda mayor información a los consumidores o usuarios que es beneficiosa al momento de adoptar una decisión– sólo se prohíbe tal comparación si es que mediante la misma se engaña a los consumidores o se denigra a los competidores, señalando su artículo 12 (modificado por la Ley 27311, de fecha 18 de julio de 2000) lo siguiente:

«Artículo 12°.- Actos de Comparación: Se considera desleal la comparación de la actividad, los productos, las prestaciones o el establecimiento propios o ajenos con los de un tercero cuando aquélla engañe a los consumidores o denigre a los competidores»[13].

Esta revisión normativa resultará de especial importancia a efectos de comprender el mecanismo de aplicación en virtud al cual debe analizarse y determinarse la licitud o no de la denigración publicitaria, aspecto bastante problemático en la práctica, tal como se verá en los siguientes puntos.

III.EL PRINCIPIO DE NO DENIGRACIÓN EN MATERIA PUBLICITARIA: CONCEPTOS ELEMENTALES Y CRITERIOS ESTABLECIDOS POR EL INDECOPI

III.1 La concurrencia normativa de la Ley de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal respecto de un mismo supuesto: la denigración

De la revisión de los antecedentes normativos se puede apreciar que los supuestos de publicidad desleal se encuentran regulados desde una doble vertiente: la Ley de Publicidad como norma especial y de carácter sectorial, y la Ley de Competencia Desleal como norma general y de carácter supuestamente supletorio.

Esta dicotomía en la regulación de la publicidad desleal ha producido en la práctica serios inconvenientes interpretativos y de evaluación de los actos publicitarios desleales por parte de los órganos funcionales del INDECOPI, toda vez que se ha considerado que, en el caso de la publicidad denigratoria, se aplica de manera exclusiva la Ley de Publicidad (artículo 7), no pudiendo evaluarse bajo el ámbito de la Ley de Competencia Desleal (artículo 11), circunstancia que ha generado un análisis insuficiente y sesgado de los actos reprimibles[14]. Así, se ha considerado que el artículo 7 de la Ley de Publicidad posee una diferencia fundamental respecto del artículo 11 de la Ley de Competencia Desleal que justifica que la publicidad denigratoria sea juzgada únicamente bajo dicho artículo 7, a saber: que éste no exige que la afirmación publicitaria sea falsa, pudiendo ser incluso verdadera para ser sancionable; a diferencia del citado artículo

[13] El texto original de este artículo en la Ley de Competencia Desleal era: «Se considera desleal la comparación de la actividad, los productos, las prestaciones o el establecimiento propios o ajenos con los de un tercero cuando aquella se sustente en afirmaciones falsas o no comprobables. La comparación no deberá crear confusión, ser engañosa ni denigrante a tenor de lo dispuesto en los Artículos 9°, 10° y 11° de la presente Ley». Sobre el sustento de la modificación de este dispositivo, revisar nota a pie 11.

[14] En efecto, la Comisión ha señalado que: «(...) el artículo 11° del Decreto Ley N° 26122 [Ley de Competencia esleal] no resulta aplicable a los procedimientos en materia publicitaria (...)». (Resolución 13-97-CCD, del 31 de marzo de 1997. Sociedad Aceitera del Oriente S.A. y Richard O. Custer S.A. vs. Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.). Por su parte, la Sala, en la misma línea: «Con respecto a lo mencionado por la denunciante en relación a la aplicación en el presente caso de lo establecido por el Decreto Ley N° 26122 –Ley de Represión de la Competencia Desleal–, esta Sala considera importante señalar que la materia publicitaria se encuentra regulada de manera específica por el Decreto Legislativo N° 691 [Ley de Publicidad] y, en tal sentido, sólo dicha norma es aplicable a los casos referidos a publicidad». (Resolución 186-97/TDC-INDECOPI del 2 de julio de1997. Procter & Gamble del Perú S.A. vs. Productos Sanitarios del Perú S.A.).

11 que además de exigir que la afirmación sea falsa, plantea que debe ser inexacta e impertinente[15].

En nuestra opinión, compartiendo lo señalado por la doctrina española en cuanto al tema (donde se produce un supuesto de técnica legislativa casi idéntico, pues su legislación publicitaria y su legislación de represión de competencia desleal coexisten para los supuestos de publicidad desleal)[16], los actos publicitarios desleales deben ser evaluados bajo la óptica tanto de la Ley de Publicidad como de la Ley de Competencia Desleal, sistemáticamente y no disyuntivamente, toda vez que resulta indiscutible que ambos textos normativos persiguen el desenvolvimiento leal de los agentes económicos en el mercado, es decir, que tienen un objetivo común, siendo en todo caso la Ley de Publicidad una norma sectorial o de regulación de la actividad publicitaria, pero ello no permite evaluar los actos de competencia desleal en dicho sector con criterios excepcionales, pues a fin de cuentas son actos desleales realizados mediante una «estructura publicitaria»[17].

En resumen, y teniendo en cuenta lo revisado líneas arriba, consideramos que actualmente la legislación nacional regula la denigración en la publicidad comercial de manera específica mediante la Ley de Publicidad (artículo 7°) y su Reglamento y, de manera genérica, mediante la Ley de Competencia Desleal (artículo 11°), pero ello no libra a la autoridad de aplicar sistemáticamente los criterios establecidos en ambos bloques normativos, pudiendo apreciarse en consecuencia que la regla legal consiste en que se encuentra prohibido el uso de la denigración o el menoscabo del crédito de los agentes de mercado, sus marcas, productos o avisos, directamente o por implicación, en la publicidad comercial, sea ésta comparativa o no, por la vía del humor, la fantasía, la exageración o cualquier otra, salvo que las afirmaciones empleadas sean verdaderas, pero, al mismo tiempo, exactas y pertinentes.

III.2 Acerca de la denigración como acto desleal y su clasificación

La denigración se constituye como un acto desleal mediante el cual se transmite un

[15] Así, la Comisión ha señalado que: «La norma en referencia [artículo 7° de la Ley de Publicidad] describe la publicidad denigratoria como aquélla que se encuentra dirigida a producir descrédito mediante el desprecio, el ridículo u otra vía, sin añadir como requisito que las frases o imágenes denigratorias deban ser verdaderas o falsas, o inexactas o impertinentes, hecho que contrasta con el tratamiento otorgado a la denigración como acto de competencia desleal en el artículo 11° del Decreto Ley N° 26122 [Ley de Competencia Desleal]. Por esta razón, la doctrina señala que debe entenderse que la legislación ha dotado de contornos más amplios a la figura de la denigración publicitaria que a la denigración como ilícito concurrencial». (Resolución 009-2002/CCD, del 30 de enero de 2002. The Coca Cola Company vs. Pepsico Inc. Sucursal del Perú y otros). Lo curioso es que para sustentar este último criterio, la Comisión cita al profesor español Carlos Fernández-Nóvoa, específicamente las páginas 63 y 64 del libro «Estudios de Derecho de la Publicidad»; sin embargo, dicho reconocido autor hace referencia a la derogada Ley 61/1964, Estatuto de la Publicidad español, estando actualmente vigente la Ley 34/1988, Ley General de Publicidad, del 15 de noviembre de 1988: «Al prescindirse del requisito de que las alegaciones denigratorias hayan de ser falsas, el párrafo 2° del artículo 10 del E. Pub. [Estatuto de la Publicidad] dota de contornos muy amplios a la figura de la denigración. Esta amplitud de contornos permite englobar la publicidad comparativa dentro del inciso del párrafo 2° del artículo 10 del E. Pub. que se refiere a la denigración. De esta manera, el ordenamiento español se inserta en aquellos sistemas que incluyen esta modalidad publicitaria dentro de la «denigración indirecta»». FERNÁNDEZ-NÓVOA, Carlos. «Estudios de Derecho de la Publicidad. (Homenaxe da Facultade de Dereito ó Autor Dr. Carlos Fernández-Nóvoa Catedrático de Dereito Mercantil nos XXV años de cátedra)». Santiago de Compostela, Editado por la Universidad de Santiago de Compostela, 1989, p. 63.

[16] Otamendi denuncia el carácter contingente de esta concurrencia normativa y la dificultad de su delimitación de la siguiente manera: «Más grave resulta que siendo la Ley General de Publicidad una ley especial respecto a la LCD –ésta se ocupa del ilícito desleal mientras que aquélla requiere que el ilícito desleal sea además específicamente publicitario– la definición de qué es publicidad (toda forma de comunicación ..., ex artículo 2 LGP) resulta tan amplia que parecería que la LCD es una ley residual y de cierre, cuando no inútil; la mayor parte de los actos desleales suponen una comunicación, porque difícilmente se puede denigrar, confundir, comparar, etc., sin que se produzca necesariamente comunicación. ¿A qué viene entonces la LCD, si se define en la Ley General de Publicidad como publicidad todo acto de comunicación? Dado que ambas leyes se ignoran, los problemas de delimitación entre unas y otras normas pueden parecer insolubles o de muy difícil solución». OTAMENDI, Juan José. «Comentarios a la Ley de Competencia Desleal». Pamplona, Editorial Aranzadi,1994, pp. 408-409.

[17] La doctrina española tiene una posición casi unánime sobre la necesidad de efectuar una interpretación sistemática de las normas, cuando no de derogar la Ley de Publicidad. Para Portellano: «(...) este conflicto entre la Ley General de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal debe ser resuelto de la siguiente manera: se mantiene vigente la Ley General de Publicidad, pero sus normas en aquellos puntos en los que se aprecie una falta de sintonía no meramente gramatical con la Ley de Competencia Desleal, han de ser interpretadas de acuerdo con las pautas suministradas por la Ley de Competencia Desleal. Dos razones abonan esta afirmación. En primer lugar, desde el punto de vista de la idoneidad para la regulación, porque el legislador ha considerado que el modelo social de competencia es el más idóneo para la consecución de una competencia eficaz y no falseada. En segundo lugar, porque aunque se alegara que, a pesar de los términos empleados por el artículo 6.b) LGP, la citada ley, en realidad, parte del modelo social de competencia, a través de la aplicación de la Ley de Competencia Desleal sería aplicable la eliminación de privilegios para ciertas categorías de competidores que aún permanecen en la Ley General de Publicidad y que son incompatibles con un modelo que busca una competencia intensa». PORTELLANO, Pedro. «La imitación en el Derecho de la Competencia Desleal». Madrid, Editorial Civitas, 1995, pp. 408-409.

mensaje o manifestación, con soporte publicitario o no, destinada, como pretensión principal, a desacreditar o menoscabar el crédito o la reputación de una persona natural o de una persona jurídica, su organización, sus productos o servicios, su publicidad, sus signos distintivos, entre otros elementos relacionados con su actividad comercial o que puedan incidir en la misma, ya sea directa o indirectamente (por implicación), y sin importar la vía utilizada (humor, fantasía, exageración); siendo su pretensión accesoria la sustracción de la clientela del denigrado, lo cual se obtendría no en virtud a la eficiencia del actor en el mercado o a la calidad de sus prestaciones, sino como consecuencia del impacto negativo en la imagen del denigrado[18].

En realidad, el principal bien jurídico protegido contra los actos desleales de denigración no lo constituye la reputación o el crédito de la persona o los productos y servicios del competidor denigrado, ni la influencia del acto sobre los consumidores –aunque son sumamente importantes–, sino esencialmente la competencia económica que debe regir el mercado en sí, puesto que mediante dichos actos se trasgrede el principio de leal competencia al servirse el denigrador de métodos desleales que impiden una formación racional en la toma de decisiones por parte de los consumidores, desincentivando el esfuerzo propio de los agentes económicos y fomentando el indebido recurso de desacreditar el esfuerzo de los demás (que influye en la obtención de reputación) para posicionarse en el mercado, características que desnaturalizan la competencia, sin perjuicio que, en nuestra opinión, la denigración en sí resulta repudiable por el mero hecho de que implica un ataque innecesario y, además, porque podría institucionalizar como conducta racional la agresión indebida en las actividades económicas, influyendo directamente en el aspecto cultural de una nación[19].

Ahora bien, la denigración posee diferentes tipos o clases que, en nuestra opinión, pueden establecerse en los siguientes términos:

a) Dependiendo del soporte comunicacional: la denigración puede constituirse como (i) denigración publicitaria: debido a que emplea estructuras publicitarias para transmitir su mensaje, es decir, medios de comunicación públicos (supuesto previsto en el artículo 7 de la Ley de Publicidad); o, (ii) denigración común, es decir, aquella que, si bien es transmitida a terceros, no emplea para ello estructura publicitaria alguna (supuesto previsto en el artículo 11 de la Ley de Competencia Desleal)[20]. Cabe precisar que

[18] Para De La Cuesta: «Por medio de la denigración se intenta la merma o el menoscabo de la reputación, fama o aprecio de que goza aquello que se denigra. En la comunicación publicitaria la denigración afecta a la persona del agente en el mercado, a su organización, a los bienes que produce o comercializa, a su actividad y al modo de ejercerla, a los signos que distinguen. La denigración consiste, pues, en la acción lesiva del crédito comercial, que es el crédito de que gozan en el mercado quienes operan en él o sus productos o servicios. Pero para que exista denigración no es necesario que el crédito comercial del denigrado haya sufrido efectivamente la merma o el menoscabo; basta con que lo manifestado por el anunciante denigrador sea apto para producir el menoscabo del crédito comercial del denigrado». DE LA CUESTA, José.«Curso de Derecho de la Publicidad». Navarra, EUNSA, 2002, p. 179. Por su parte, la Sala define a la denigración en los siguientes términos: «La denigración es definida como cualquier aseveración, verdadera o falsa, relativa a un competidor, dirigida a desacreditarlo. En otras palabras, la denigración se puede configurar tanto con afirmaciones falsas como con afirmaciones verdaderas sobre un competidor, sobre sus productos o sus servicios. En este último supuesto –esto es, cuando se difunda información verdadera–, la ley exige además que tal información sea pertinente y exacta, dentro del contexto en que ésta se difunde». (Resolución 51-97-TDC-INDECOPI, del 21 de febrero de 1997. (Transporte Cesaro Hermanos S.A. vs. International Inspector Service Ltd.).

[19] Según Massaguer: «Aun cuando la represión de la denigración como acto desleal puede considerarse pieza de un Derecho general de protección de la reputación de las personas, no puede desconocerse que el bien jurídico protegido inmediatamente por el Derecho contra la competencia desleal no es la reputación en sí misma considerada, sino la competencia económica. En este contexto, en efecto, la protección de la reputación se explica por cuanto tiene de necesario para asegurar un mercado altamente competitivo y transparente, y en particular para asegurar la racional formación de las preferencias y toma de decisiones de mercado por parte de los consumidores, así como el éxito basado en la eficiencia de sus propias prestaciones por parte de los agentes económicos que concurren en el mercado». MASSAGUER, José. «Comentarios a la Ley de Competencia Desleal». Madrid, Civitas Ediciones S. L., 1999, p. 294.

[20] La Sala ha establecido que: «(...) considera conveniente precisar que en caso que se hubiera comprobado la falsedad de las afirmaciones, o si éstas siendo verdaderas fuesen impertinentes o inexactas, sí se habría configurado un acto de denigración, a pesar de que el facsímil constituya una comunicación privada entre dos empresas, que no ha sido objeto de difusión al público. Esto debido a que el artículo 11° del Decreto Ley N° 26122, que tipifica los actos de denigración, señala que para la configuración de la denigración basta (i) la propagación de noticias o (ii) la realización –esto puede ser un acto de comunicación privada– o (iii) difusión –estos pueden ser un acto de difusión pública– de manifestaciones sobre la actividad, el producto, las prestaciones, el establecimiento o las relaciones mercantiles de un tercero o de sus gestores, que puedan menoscabar su crédito en el mercado». (Resolución 51-97-TDC-INDECOPI, del 21 de febrero de 1997. Transporte Cesaro Hermanos S.A. vs. International Inspector Service Ltd.).

esta clasificación no implica que la denigración publicitaria no deba juzgarse bajo el ámbito conjunto de la Ley de Publicidad y la Ley de Competencia Desleal.

Asimismo, resulta importante advertir que la publicidad denigratoria es independiente de la modalidad de publicidad comparativa, sin perjuicio de que en la práctica suele emplearse esta última como soporte publicitario de aquélla. En efecto, la denigración publicitaria puede realizarse sin requerir que el anunciante efectúe una comparación de sus productos con los del denigrado, sino que basta que se refiera a dichos productos.

b) Dependiendo del grado de alusión: la denigración puede ser (i) denigración directa: cuando se alude directamente, es decir, con plena identificación o determinación de la persona, los productos o servicios, los signos distintivos, entre otros elementos del agente económico; o, (ii) denigración indirecta: cuando se alude por implicación al competidor, mediante el empleo de frases, sonidos, coyunturas que permiten descarte u otros factores que lo hacen identificable o determinable en cuanto a su persona, prestaciones o signos distintivos[21].

Cabe señalar que la capacidad de identificar al agente o agentes económicos materia de denigración resulta de especial relevancia, toda vez que para que se produzca su menoscabo o descrédito, éstos deben estar en la posibilidad de saber o comprender a quiénes se hace referencia, esto es, a quién o qué se pretende denigrar[22]. Para lograr tal identificación o determinación, no obsta el hecho de que la denigración esté destinada a un competidor específico o a un grupo amplio de competidores, basta que sean identificables ellos o sus prestaciones en el mercado por mecanismos de asociación directa o indirecta e, inclusive, por descarte[23].

c) Dependiendo del tono denigratorio: la denigración puede ser (i) denigración de tono material, cuando se encuentra referida a la organización, productos o servicios, signos distintivos, establecimientos, avisos, entre otros elementos materiales o no personales del denigrado; o, (ii) denigración de tono personal: la cual se subdivide en: (a) denigración *lato sensu*, cuando la denigración incide, directa o indirectamente, en la actividad empresarial del denigrado; y, (b) denigración de tono estrictamente personal, cuando la denigración incide sobre aspectos del denigrado que no

---

[21] Sobre el particular, la Comisión ha señalado: «(...) en el presente caso, las alusiones de la conducta del programa GISELA respecto a que el personaje infantil denominado MARGARA, MARGARITA O MARGARACHA vivía en un pote y aquellas relativas a su estado de salud en comparación con el personaje llamado FERNandito [la mantequilla del anunciante tenía la marca «FERN»], hacen referencia por implicación a las margarinas y afectan negativamente la percepción que tiene el público respecto de las margarinas como producto, expresando menosprecio con respecto al envase en que se comercializan algunas margarinas y aludiendo a que dicho producto no sería nutritivo para los niños; en tal sentido, debe declararse fundada la denuncia por infracción al artículo 7° del Decreto Legislativo N° 691". (Resolución 37-96-CCD, del 7 de mayo de 1996. Industrias Pacocha S.A. vs. New Zealand Milk Products Perú S.A.). En otro caso, la Comisión señaló: «(...) la afirmación «OTROS» incluyendo un recuadro en el que se aprecia una barra de fierro de construcción que se rompe al ser doblada, denigra al producto de la denunciante, el mismo que resulta individualizable al participar conjuntamente la denunciante y la denunciada aproximadamente del 95% del mercado actual de dicho producto». (Resolución 259-94-CCD, del 23 de junio de 1994. Aceros Arequipa S.A. vs. Empresa Siderúrgica del Perú - SIDERPERÚ).

[22] Sobre la denigración, la Comisión ha establecido lo siguiente: «(...) para que se configure este supuesto, deberá analizarse si las afirmaciones cuestionadas están referidas a un competidor en sentido amplio, el mismo que puede ser identificado o, al menos, identificable por parte de los destinatarios de la misma; ya que, de lo contrario, no podría analizarse si son susceptibles de menoscabar el crédito de dicho competidor». (Resolución 26-2001-CCD, del 28 de febrero de 2001. Corporación Misti S.A. vs. Fertilizantes Solubles S.A.C. - FERTISOL).

[23] La Sala ha señalado que: «(...) dependiendo del contexto en el cual son difundidas, afirmaciones como «el auténtico», «el legítimo del mercado internacional» y «el original» empleadas en relación a un producto determinado podrían llegar a constituir afirmaciones objetivas cuyo uso sería susceptible de generar descrédito injustificado ante el consumidor en relación con la calidad de otros productos similares que compiten en el mercado, aun cuando no fueran identificados directamente. Ello porque podrían dar a entender a un consumidor razonable que el resto de productos, distintos a aquellos distribuidos por el que difunde esas afirmaciones, sería de dudosa procedencia o, como en este caso, de (sic) carentes de calidad». (Resolución 303-2000-TDC, del 16 de mayo de 2000. Asociación de Empresas Envasadoras de Gas vs. Repsol YPF Comercial del Perú S.A.).

tienen relación alguna con su actividad empresarial[24].

Conviene señalar que existe una discusión doctrinaria sobre el hecho de que si bien la denigración de tono material se refiere a aspectos materiales del denigrado, dichos aspectos tienen una relación indiscutible con la persona misma de éste, motivo por el cual se constituiría, simultáneamente, en una denigración de tono personal. En nuestra opinión, debe entenderse que la denigración afecta ambas esferas (material y personal), siendo irrelevante a cuál de ellas afecta en mayor medida, siempre que exista un menoscabo a la reputación relacionada con su actividad económica[25].

III.3 Metodología para determinar la existencia de denigración sancionable

A fin de determinar la existencia de un acto de denigración publicitaria sancionable, los órganos funcionales del INDECOPI siguen una serie de pasos adquiridos en la experiencia que le ha brindado el ejercicio de sus funciones. Así, el primer paso consiste en determinar si nos encontramos ante un acto que sea considerado como publicidad comercial[26]. Esta determinación responde a la revisada dicotomía normativa que existe en nuestra legislación para evaluar los actos publicitarios desleales, debido a que si se establece que se trata de una publicidad comercial, entonces se juzga en base a la Ley de Publicidad, en tanto que si se establece que se trata de un acto desleal carente de estructura publicitaria se juzga conforme a las disposiciones de la Ley de Competencia Desleal. Reiteramos que, en nuestra opinión, esta distinción comprendida en el primer paso de análisis que aplican los órganos funcionales del INDECOPI carecería de relevancia práctica al momento de resolver el conflicto de intereses, pues siempre se deberá aplicar la Ley de Competencia Desleal, ya sea que tenga o no carácter publicitario el acto desleal bajo análisis.

En caso se determine que se trata de un acto con estructura de publicidad comercial, entonces el segundo paso consiste en realizar un análisis superficial e integral del anuncio, a fin de establecer el mensaje que se pretende transmitir mediante el mismo[27], teniéndose como pauta interpretativa la que le otorgaría

[24] Fernández-Nóvoa enseña que: «La alusión a las mercancías o servicios de un competidor se produce en diversas modalidades publicitarias. El empresario anunciante puede decir lisa y llanamente que la mercancía ajena es de mala calidad o presenta ciertos inconvenientes, en cuyo caso nos encontramos ante la denigración publicitaria. (...) Cuando en los anuncios de un empresario se alude a la conducta o a las características personales del competidor, la publicidad adquiere un tono personal». FERNÁNDEZ-NÓVOA, Carlos. «Estudios de Derecho de la Publicidad...». pp. 93-95. Massaguer explica que la prohibición de la publicidad de tono estrictamente personal se basa en un doble objetivo: «De un lado y como sucede con carácter general en el ámbito de la denigración, se trata e salvaguardar la racionabilidad económica del comportamiento de los consumidores: estas manifestaciones de tono estrictamente personal, en efecto y como principio, no procuran datos acerca del valor de las actividades, productos o servicios o establecimientos, esto es, no recaen sobre los extremos en que se funda el mérito de las prestaciones de los oferentes, la maximización de las utilidades de los demandantes y el funcionamiento eficiente del mercado. De otro lado, tras esa reacción no puede dejar de apreciarse una particular manifestación de la tutela constitucional de la dignidad e intimidad de las personas: la exceptio veritatis es inhábil para amparar un menoscabo de la dignidad o una intromisión en la vida íntima o en la vida privada de las personas». MASSAGUER, José. *Op. Cit.* pp. 305-306.

[25] Ver: MADRENAS I BOADAS, Carme. «Sobre la interpretación de las prohibiciones de publicidad engañosa y desleal. La parcialidad de la publicidad y los costes de la competencia». Madrid, Editorial Civitas, 1990, pp. 163-165.

[26] La Comisión ha establecido que: «(...) a fin de determinar si una comunicación constituye un supuesto de publicidad comercial, deben concurrir dos requisitos: (i) en primer lugar, que constituya una comunicación pública; esto es, que haya sido difundida fuera del ámbito de las relaciones internas del anunciante con sus trabajadores y proveedores y, (ii) que dicha comunicación sea susceptible de llevar al destinatario del mensaje a decidir acerca de la contratación del producto o servicio al cual se hace referencia en dicho anuncio». (Resolución 36-97-CCD del 15 de julio de 1997. Editores de Medios Publicitarios y otros vs. Inter. World Network Perú S.A. y otro).

[27] La Comisión ha establecido que: «(...) a fin de determinar si un anuncio es denigratorio, corresponderá hacer una interpretación integral y superficial del mismo a fin de determinar cuál es el mensaje que dicho anuncio pretende transmitir. Debemos señalar que, en caso de una interpretación realizada en estos términos no lleve a dicha conclusión, corresponderá a la denunciante presentar los medios probatorios que acrediten que el anuncio materia de análisis infringe las normas de publicidad en defensa del consumidor. Es importante señalar que la existencia de un mensaje publicitario denigratorio constituye una circunstancia que debe ser evaluada por la Comisión en cada caso concreto, de forma tal que de una apreciación superficial e integral del anuncio materia de evaluación se aprecie que el anuncio genera un descrédito comercial para el producto competidor». (Resolución 40-2002-CCD, del 9 de mayo de 2002. Indian Import Export EIRL vs. Crosland Técnica S.A.)

al mensaje un «consumidor razonable»[28]. Cabe señalar que la decisión de realizar el mencionado análisis superficial e integral no es exclusiva para el análisis de casos sobre presunta denigración publicitaria, sino que resulta extensiva a cualquier denuncia sobre publicidad desleal o engañosa, de acuerdo con el artículo 2 de la Ley de Publicidad.

Una vez determinado el contenido del mensaje, entonces debe evaluarse si el mismo tiene carácter denigratorio o no, siendo esta etapa la que depara la mayor problemática, pues en muchas ocasiones, los anunciantes, concientes sobre la ilicitud de su conducta, estructuran el mensaje de tal forma que no resulte denigratorio por obviedad, empleando una gran sutileza al denigrar. Esta dificultad es reconocida por los propios órganos funcionales del INDECOPI, los cuales han optado –en nuestra opinión inadecuadamente– por evaluar sólo los casos donde la denigración resulta evidente, intentando justificarse dicha posición en que se constituiría tal mensaje denigratorio como un daño concurrencial lícito[29].

Consideramos que, en primer lugar, debe evaluarse todo mensaje denigratorio, sea evidente o no, siendo inconveniente sostener que estaría en el límite del daño concurrencial lícito, pues, como ya lo hemos señalado, ello atenta contra la competencia económica, incentivando a los agentes inescrupulosos a emplear su ingenio para estructurar mensajes que puedan evadir el control legal y, asimismo, debe considerarse que su aceptación impediría la consecución de una cultura de mercado en la sociedad. En segundo lugar, el mensaje denigratorio no debe justificarse por contar con un carácter subjetivo o no, posición que ha llevado a los órganos funcionales del INDECOPI a no sancionar actos de denigración publicitaria bajo la perspectiva de considerar que se trataban de apreciaciones subjetivas o personales del anunciante[30], situación que no puede admitirse, ya que, por lo general, la denigración se sustenta en un juicio de valor impropio del denigrador e, incluso, aunque dicho juicio se base en hechos verdaderos, el mensaje denigratorio debe cumplir con los requisitos de ser exacto y pertinente, a fin de no resultar sancionable, conforme al artículo 11 de la Ley de Competencia Desleal[31].

Así, puede apreciarse que el mensaje denigratorio debe ser juzgado desde un triple condicionamiento. La primera condición consiste en determinar si la afirmación del

[28] Sobre el criterio de «consumidor razonable», la Comisión lo delimita en la Resolución 94-95-CPCD, del 30 de noviembre de 1995. Bolsa de Valores de Lima vs. Quienes resulten responsables. Cabe señalar que la Comisión en una oportunidad determinó la denigración en virtud al criterio no de «consumidor razonable», sino de «consumidor especializado» por la especial naturaleza de los productos y el público destinatario de los mismos: «(...) los enemas que aparecen en el folleto tachados con un aspa pertenecen a las únicas empresas competidoras de dicho producto en el mercado peruano, según consta en el informe Pharmaceutical Market Perú, publicado por IMS AG. – CHAY de Suiza, siendo que al ser claramente identificable por el consumidor especializado al cual va dirigido el anuncio, existe denigración en los términos del citado artículo 7". Resolución 299-94-INDECOPI-CONASUP, del 15 de setiembre de 1994. Distribuidora Albis S.A. vs. Farmoandina S.A.).

[29] La Comisión ha declarado: «En cuanto a este tema, cabe señalar que la competencia mercantil no está exenta de situaciones en las que un comerciante considera que ciertas frases, imágenes, sonidos o cualquier otro tipo de manifestaciones o exigencias difundidas por un competidor agravian o denigran la calidad de sus productos o la propia imagen comercial. Sin embargo, definir los actos de denigración depende la mayoría de las veces de criterios subjetivos, vinculados muchas veces con la percepción de quien juzga los anuncios. Por ello, la Comisión tiene en cuenta que la particular naturaleza de la competencia mercantil es susceptible de generar pugnas intensivas entre unas empresas y otras por hacerse de un determinado mercado y, por ello, al interpretar las normas que reprimen la denigración a nivel publicitario y como acto de competencia desleal, han restringido su aplicación a los casos más evidentes, dejando a salvo aquellas manifestaciones o expresiones que, no obstante ser a veces subidas de tono, se encuentran dentro de los límites del daño concurrencial, es decir del perjuicio que se causan las empresas entre sí por el sólo hecho de competir en un mismo mercado». (Resolución 13-97-CCD, del 31 de marzo de 1997. Sociedad Aceitera del Oriente S.A. y Richard O. Custer S.A. vs. Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.).

[30] La Comisión ha señalado lo siguiente: «(...) la Comisión considera que la referida afirmación contenida en el anuncio materia de denuncia [Llame ahora mismo y le entregamos el auténtico, el original, Aceite de Rosa Mosqueta COESAM, recuerde bien la marca, si no es COESAM, no es Aceite de Rosa Mosqueta] no denigra al producto de la denunciante, en la medida que la misma es percibida por un consumidor como una apreciación subjetiva del anunciante que busca resaltar las características de su producto, sin hacer ninguna referencia a la aptitud para el uso del producto de la denunciante ni presentándolo como un producto inferior al suyo. En este sentido, la afirmación en cuestión está referida al producto de marca «COESAM» y no a la categoría de productos «aceite de Rosa Mosqueta»; no siendo susceptible de generar el descrédito del producto comercializado por el denunciante o de aquellos elaborados y/o distribuidos por terceros». (Resolución 42-1999-CCD, del 25 de mayo de 1999. Quality Products S.A. vs. Inversiones Profesionales S.A. y Vita 2000 Perú EIRL).

[31] La Comisión ha establecido lo siguiente: «(...) para determinar si una afirmación es verdadera, exacta y pertinente tendrá en cuenta lo siguiente: el carácter objetivo o subjetivo de las afirmaciones, la vigencia o antigüedad de su difusión y la época en que se produjeron, la veracidad de los hechos a los que se hace referencia en las afirmaciones bajo análisis, entre otras circunstancias de tiempo, lugar y modo que se presenten en cada caso particular». (Resolución 029-2000-CCD, del 16 de mayo de 2000. Callpac S.A. vs. Telefónica del Perú S.A.A.).

denigrador se sustenta en un hecho verdadero o falso, de tal manera que si es falso será considerado denigratorio «a priori», siendo irrelevante demostrar su exactitud o pertinencia, pues será notoria la deslealtad del anunciante, no pudiendo alegar desconocimiento o negligencia, ya que la publicidad conlleva un enorme grado de responsabilidad, la cual es mayor cuando se realizan afirmaciones sobre un tercero[32]. Ahora bien, si la afirmación del denigrador es verdadera, entonces deberá procederse a determinar si es exacta y pertinente; y, en tal sentido, como puede apreciarse, no se admite la *exceptio veritatis* como principio absoluto, es decir, que no basta con que el mensaje sea verdadero para que se considere que el mismo no es denigratorio.

La segunda condición consiste en determinar si la afirmación contenida en el mensaje denigratorio es exacta o no. Esta condición es ciertamente difícil de separar respecto de la condición de verdad, pues aplicando la lógica lo que es exacto es verdadero y, en tal sentido, podría sostenerse que el condicionamiento de veracidad y exactitud respecto de las afirmaciones contenidas en un mensaje denigratorio, lejos de reflejar pautas diferentes, consisten en una tautología. Sin embargo, la exactitud puede separarse de la veracidad en mérito a la apreciación que perciban los destinatarios del mensaje, es decir, que si bien la afirmación puede ser exacta no transmite un mensaje que se corresponda enteramente con la realidad de las cosas o, en otras palabras, que reproduzca un panorama sesgado sobre la afirmación que desea transmitir, como sería el caso de difundir encuestas de consumidores verdaderas sosteniendo supremacía en un segmento del mercado, en desmedro del competidor, pero luego de un período en que dichas estadísticas ya no reflejarían la correcta distribución del mercado debido al eventual repunte de éste[33].

La tercera condición consiste en determinar si la afirmación contenida en el mensaje denigratorio, a pesar de su eventual veracidad y exactitud, es pertinente o no[34]. La pertinencia dependerá del hecho de que el mensaje contenga información relevante o valiosa para sus destinatarios o, en todo caso, en el carácter de las afirmaciones, es decir, en la moderación o no al emplear términos, expresiones o situaciones reales o ficticias que hagan referencia expresa o tácita sobre el competidor, situación que por lo general está relacionada con el uso del humor, la fantasía o la exageración, vías que pueden ser cuestionables por su desproporción, siendo ofensivas o denigrantes.

En resumen, como puede apreciarse, si bien existe un mecanismo para evaluar el carácter denigratorio o no de los mensajes publicitarios, la práctica evidencia que los anunciantes recurren a métodos cada vez más sofisticados de denigración, lo cual se ve impulsado debido a la carencia de lineamientos claros o uniformes sobre el tema.

IV. MEMORIAS SOBRE LA «GUERRA DE LAS KOLAS AMARILLAS» (HISTORIA DE GÓMEZ, LOS CHAMANES, LOS COCINEROS Y LA IMPULSADORA)

Un supuesto que consideramos paradigmático sobre la determinación de la denigración en un mensaje publicitario y que podría denominarse la «Guerra de las Kolas Amarillas», es aquel compuesto por las diversas denuncias seguidas entre Corporación Inca Kola Perú S.A. (en adelante, «CIKSA»), productor de la gaseosa amarilla «INCA KOLA» y Embotelladora Rivera S.A. (en adelante, «RIVERA»), productor de la gaseosa amarilla «TRIPLE KOLA».

---

[32] La Sala ha establecido lo siguiente: «En este orden de ideas, la Sala al igual que la Comisión considera que, el hecho de difundir afirmaciones engañosas respecto de las características de un producto colocándolo en una situación falsa de superioridad y, a los productos de la competencia, en una situación no acreditada de inferioridad respecto a los efectos sobre la salud del consumidor, desacredita injustificadamente ante los ojos del consumidor al género de productos «uña de gato de corteza molida», dando una impresión de que tales productos tienen efectos perjudiciales para la salud de los consumidores». (Resolución 633-2001-TDC-INDECOPI, del 21 de setiembre de 2001. Hersil S.A. Laboratorios Industriales Farmacéuticos vs. Liofilizadora del Pacífico S.R.Ltda. y Omniagro S.A.).

[33] La Sala ha señalado lo siguiente: «(...) de un análisis de la citada información se concluye, al igual que lo hizo la Comisión, que infringe el principio de veracidad y no denigración en la publicidad comparativa contenidos en el artículo 8 de la Ley de Publicidad; puesto que al utilizar las cifras de lectoría de diferentes períodos de El Tiempo en unidades distintas, sin informarle, se indujo a error al consumidor y se desacreditó al diario El Tiempo». (Resolución 185-2001-TDC-INDECOPI, del 12 de mayo de 2001. Diario El Tiempo S.A. vs. Editora Correo S.A.).

[34] La Sala ha establecido el siguiente criterio: «(...) no es pertinente difundir la marca de un producto cuando éste es mostrado a través de un anuncio, en un estado que pueda menoscabar su crédito en el mercado, aun cuando dicho anuncio no constituya una publicidad comercial. Así, por ejemplo, no resultaría pertinente mostrar la marca de un automóvil destruido en un accidente de tránsito, en un comercial que busca alertar a la población respecto del peligro de manejar en estado de ebriedad, aun cuando se tratase de una publicidad institucional promovida por un taller de reparaciones mecánicas». (Resolución 096-96-TRI-SDC-INDECOPI, del 11 de diciembre de 1996. Productos Rema S.A. vs. Luz del Sur S.A.).

IV.1 Primer ataque de RIVERA: el caso «Gómez»

La «Guerra de las Kolas Amarillas» se inicia con una campaña publicitaria de RIVERA compuesta por diversos *spots* televisivos en los que un personaje llamado «Gómez», ficticio supervisor de labores de planta de CIKSA, identificada por implicación, confundía el producto INCA KOLA con el nuevo producto TRIPLE KOLA elaborado por RIVERA, lanzado en el mercado de las «kolas amarillas», no obstante que Gómez se trataba de un «experto» sobre el producto INCA KOLA.

CIKSA denunció a RIVERA ante la Comisión el 19 de setiembre de 2000. Según CIKSA, se denigraba su crédito comercial ridiculizando a los funcionarios de su empresa, pues el mensaje consistía en que éstos ni siquiera conocían el producto que comercializaban.

Mediante Resolución 071-2000-CCD, del 16 de noviembre de 2000, la Comisión declaró infundada la denuncia, señalando que no existía denigración, puesto que el «consumidor razonable» percibiría que en los anuncios intervenían personajes ficticios que consideraban que los productos tendrían un sabor similar y, asimismo, agregó que CIKSA no había demostrado con medio probatorio alguno que se hubiese afectado su prestigio, o el de sus productos o el de sus trabajadores.

En nuestra opinión, la decisión de la Comisión podría ser discutible en cuanto al empleo lícito de la fantasía y/o el humor en la campaña publicitaria de RIVERA, pero resulta ciertamente cuestionable que se le hubiese exigido a CIKSA que presentase medios probatorios sobre la materialización de un supuesto desprestigio en el mercado, sin precisar siquiera la naturaleza o características de los mismos.

IV.2 La defensa de CIKSA: mensaje a la opinión pública y *spots*

CIKSA, ante el ataque publicitario de RIVERA, decidió defenderse con lo siguiente: (i) un «Mensaje a la Opinión Pública» mediante el cual se precisaba por implicación que CIKSA no producía TRIPLE KOLA, debiendo rescatarse la frase: «No tenemos ninguna responsabilidad sobre la calidad de los insumos o los niveles de higiene de su embotellamiento»[35]; y, (ii) diversos *spots* televisivos en contextos similares a los de la campaña publicitaria de RIVERA, mediante los cuales se denigraba el producto TRIPLE KOLA al considerársele inferior, rescatándose la frase: «No te conformes con menos».

RIVERA denunció a CIKSA con fecha 4 de octubre de 2000. Según RIVERA, tanto el «Mensaje a la Opinión Pública», así como los *spots* televisivos resultaban denigratorios, toda vez que desacreditaban su producto TRIPLE KOLA y su imagen corporativa.

Mediante Resolución 77-2000-CCD, del 7 de diciembre de 2000, la Comisión declaró infundada la denuncia, considerando que respecto al «Mensaje a la Opinión Pública» un consumidor razonable interpretaría que las afirmaciones contenidas en dicho anuncio se limitan a informar que CIKSA no tiene relación comercial con RIVERA y, respecto de las demás afirmaciones contenidas en los *spots* publicitarios, consideró que éstas serían apreciaciones subjetivas de CIKSA.

En nuestra opinión, esta decisión de la Comisión también sería cuestionable en la medida que no evaluó debidamente las expresiones denigratorias empleadas por CIKSA al transmitir un mensaje de inferioridad y probable insalubridad del producto TRIPLE KOLA elaborado por RIVERA.

IV.3 El contraataque de CIKSA: el caso «Chamanes y Cocineros»

Ante este «empate estratégico», CIKSA pasó a la ofensiva, difundiendo dos *spots* televisivos:

(i) «Chamanes»: en el cual, en un presunto «Congreso Nacional de Chamanes», se apreciaba a varios de éstos escupiendo o

[35] «MENSAJE A LA OPINIÓN PÚBLICA: Durante las últimas semanas, los peruanos hemos visto la campaña publicitaria de una gaseosa que pretende presentarse como «igual» a Inca Kola. Al respecto, y en defensa de los intereses del consumidor, queremos manifestar lo siguiente:
1. Inca Kola ha sido, y sigue siendo, la bebida preferida de los peruanos. Esa preferencia se ha construido durante 65 años, con esfuerzo honesto y dedicación, embotellando productos de calidad, atendiendo a las necesidades de la familia peruana y generando en el camino decenas de miles de puestos de trabajo.
2. Es completamente falso que esta otra bebida sea igual a Inca Kola y lamentamos el tono engañoso de su publicidad.
3. Aclaramos que Inca Kola no tiene nada que ver con dicho producto, el cual no fabricamos, ni distribuimos ni comercializamos. No tenemos ninguna responsabilidad sobre la calidad de sus insumos o los niveles de higiene de su embotellamiento.
4. Invocamos a la opinión pública a no dejarse confundir por esta publicidad. Inca Kola sólo hay una. Lima, septiembre del 2000 INCA KOLA – El sabor de lo nuestro».

esparciendo un líquido por la boca, ello en el marco de una ceremonia de curación (acto usual y conocido de dichos rituales) y, ante los elogios de la prensa reunida por el carácter impresionante de la ceremonia, uno de los chamanes contesta con evidente fastidio: «¡Cuál ceremonia! ¡Nos cambiaron la INCA KOLA por esta imitación barata!», enseñando un vaso con un líquido amarillo; y,

(ii) «Cocineros»: en el cual, en la sucia y descuidada cocina de un presunto restaurante, se apreciaba a dos cocineros que, igual de sucios y desaliñados, ante los pedidos del mozo para que elaboren diversos platos de comida, éstos los preparaban con insumos de dudosa calidad (ceviche de lenguado con pejesapo; lomo fino con carne de burro), pero cuando el mozo solicita una INCA KOLA, uno de los cocineros le propone al otro cambiarla por una «imitación barata», enseñando botellas de kola amarilla que, si bien no se exhibía su marca, se podía entender por implicación que se trataba de TRIPLE KOLA o, en todo caso, de cualquier otra gaseosa del género «kolas amarillas» existentes en el mercado. Ante esta propuesta, el otro cocinero responde: «¡No te pases, somos malos pero no tanto!».

RIVERA denunció a CIKSA y otros con fecha 26 de junio de 2001. Según RIVERA, los *spots* televisivos desprestigiaban y denigraban a su producto TRIPLE KOLA, así como a todo el género de gaseosas amarillas existentes en el mercado.

Mediante Resolución 079-2001-CCD, de fecha 25 de setiembre de 2001, la Comisión declaró fundada la denuncia, pues consideró que los citados anuncios denigraban a todo el género de gaseosas amarillas de bajo precio, afectando el prestigio e imagen de los productos de RIVERA al usar una reacción que no es natural ante un producto que no es del agrado del consumidor, no siendo necesaria la presentación de pruebas que lo acrediten, ya que el mensaje denigratorio fluía de una interpretación natural del anuncio, presentando a los productos competidores como si tuviesen una calidad inferior.

Sin embargo, mediante Resolución 811-2002/TDC-INDECOPI, del 18 de octubre de 2002, la Sala revocó la resolución de la Comisión, señalando lo siguiente: (i) que en los anuncios no se había hecho referencia directa a RIVERA sino «únicamente a un grupo de bebida gaseosas identificadas como «imitadoras baratas» de INCA KOLA» (sic); y, (ii) que el término «imitación barata» no era peyorativo, sino verdadero, pues el vocablo debía interpretarse en su acepción relativa al bajo costo o menor precio, y que los anuncios habrían hecho uso legítimo del recurso humorístico en la publicidad.

En nuestra opinión, esta decisión es bastante cuestionable y preocupante, toda vez que los denigrados eran identificables como productores del género de «kolas amarillas» e, inclusive, consideramos que estaba identificado el producto «TRIPLE KOLA» de RIVERA, pues al analizar el contexto en el que se desarrolló la campaña publicitaria de CIKSA, se advertía sin dificultad que se trataba de una respuesta a la precedente campaña publicitaria de RIVERA. Asimismo, el vocablo «imitaciones baratas», no tenía una connotación económica (menor precio), sino exclusivamente peyorativa a fin de transmitir un mensaje de menor o dudosa calidad de los productos denigrados. Por otro lado, el empleo del humor en la publicidad no es cuestionable, salvo que mediante tal estructura publicitaria se denigre a terceros, tal como ocurrió, según nuestro punto de vista, en el presente caso, motivo por el cual la vía del humor no puede ser pretexto para justificar actos evidentemente denigratorios.

IV.4 El último disparo de RIVERA: el caso «Impulsadora»

Ante esta situación, RIVERA difundió un nuevo *spot* televisivo denominado «Impulsadora», consistente en una escena en un supermercado en la cual una señora elegía una botella de TRIPLE KOLA, motivando que una ficticia impulsadora de INCA KOLA (caracterizada como una estereotipada «rubia tonta»), al percatarse de ello, le ofreciera el producto de CIKSA, mediante una presunta publicidad comparativa sobre las ventajas y desventajas de ambos, pero con la particularidad de que dicha comparación era absolutamente desventajosa para el propio producto INCA KOLA que pretendía venderle a la señora («Señora, señora buenas. Mejor por qué no se lleva ésta que le conviene más [exhibiendo una INCA KOLA]. Para empezar, la botella es retornable; es decir, cada vez que quiera comprar una nueva debe llevar una botella vacía a la bodega para que se la vendan. Y por si fuera poco señora, ésta trae menos y cuesta más, pero ¿Qué es un poco más de dinero en estos tiempos, no?, ¿Qué tal? ¿Se anima?»), ante lo cual la señora le responde despectivamente: «¿Dónde vives mamita?».

CIKSA denunció a RIVERA con fecha 22 de octubre de 2001. Según CIKSA el *spot* televisivo de RIVERA, entre otros presuntos actos desleales, resultaba denigratorio, toda vez que se vulneraba el principio de no denigración al presentar una impulsadora, representante del propio producto INCA KOLA, ridiculizando al mismo.

Mediante Resolución 016-2002, del 4 de marzo de 2002, la Comisión declaró infundada la denuncia, pues en el anuncio se habría realizado una contraposición de ventajas y desventajas apelando al humor y la fantasía, lo cual no sería denigratorio.

Cabe señalar que existió voto en discordia de los señores José Perla Anaya, Ramón Bueno–Tizón y Fernando Cantuarias, pero ante el empate en la votación, el voto dirimente de la Presidenta de Comisión inclinó la balanza. Estos miembros de Comisión consideraron que el anuncio ridiculizaba el producto INCA KOLA, posición que compartimos plenamente, ya que se realizó un indebido empleo del humor, pues el mismo contenía un mensaje denigratorio destinado a afectar no sólo el producto de CIKSA, sino a caricaturizar incluso su imagen corporativa, teniendo en cuenta que CIKSA estaba completamente identificado por el uso de su marca INCA KOLA.

Mediante Resolución 707-2002/TDC-INDECOPI, del 6 de setiembre de 2002, la Sala corrigió la decisión en mayoría de la Comisión, revocándola y declarando fundada la denuncia, coincidiendo con el voto en discordia de los miembros de la Comisión.

Así culminó la primera «Guerra de las Kolas Amarillas», y sinceramente esperamos que la actual «paz» se mantenga, debido a que los consumidores hemos sido testigos, en nuestra opinión, de campañas publicitarias denigratorias realizadas por ambas empresas, las cuales, lejos de fomentar una cultura de mercado basada en la competencia que permiten desplegar la calidad o bondades de los propios productos, han reposado en innecesarias referencias negativas entre los competidores, las cuales no pueden camuflarse en la vía del humor para ser justificadas.

Los órganos funcionales del INDECOPI han tenido una inigualable experiencia práctica con el despliegue de esta «Guerra de las Kolas Amarillas» para sentar criterios aleccionadores que permitan disuadir a los agentes económicos de emplear la denigración en su publicidad, pero consideramos que el panorama carece aún de la suficiente claridad, debido a la disparidad de los pronunciamientos emitidos. Así, dichos órganos tienen una difícil tarea al enfrentarse a la denigración, la cual, en nuestra opinión, no debería tener espacios vacíos o ambiguos donde desenvolverse al margen de la efectiva competencia económica, ya que es un acto repudiable y que puede perjudicar incluso una cultura de mercado que necesita respirar un aire más puro en el Perú.

ESTUDIO BRAMONT - ARIAS TORRES

Av. Javier Prado Este N° 4215 - Dpto. 202
Monterrico - Lima 33 - Perú
bramont@amauta.rcp.net.pe

Telefax (511)437-8020 434-1745

¿QUIÉN DIJO QUE EN SALEM HUBO BRUJAS?

La privatización del servicio de justicia: rompiendo el mito de la justicia estatal

Andrés Bayly Letts*
Enrique Pasquel Rodríguez**

Los tres poderes del Estado representan, según el entendimiento político-social, el requisito esencial de funcionamiento de una nación y, sobre todo, el presupuesto básico de la democracia. Sin embargo, es más que evidente que también los tres poderes generan grandes costos a la sociedad, costos que se manifiestan desde el sueldo de los funcionarios hasta su alimentación y movilidad. Lo que resulta curioso es que en muchas ocasiones los costos para el funcionamiento de la nación y el mantenimiento de la democracia son mucho menores que sus beneficios.

¿Podemos entonces eliminar uno de los poderes del Estado? ¿Podemos trasladar sus funciones a los privados? ¿Cuáles serían las ventajas? ¿Resultaría la administración de justicia más barata y eficiente fuera del ámbito del Estado? Una propuesta como ésta es la desarrollada en el presente trabajo. Después de leerlo ¿usted qué opinaría?

*Alumno de octavo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ex Director de THEMIS. Asociado fundador de Realidad – Instituto de Estudios Libertarios.
**Alumno de octavo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Director de THEMIS. Asociado fundador de Realidad – Instituto de Estudios Libertarios.
Agradecemos especialmente los valiosos comentarios y sugerencias de Alfredo Bullard, Gonzalo Zegarra, Gerardo Solís y Fernando Berckemeyer.

INTRODUCCIÓN

Salem es una pequeña ciudad situada en el estado de Massachussets, al noreste de Estados Unidos. En la actualidad es un centro turístico y de servicios profesionales que además tiene industrias dedicadas a la fabricación de artículos de cuero, equipamiento eléctrico y maquinaria. Pero la fama mundial de la que goza esta apacible comunidad de 38 000 habitantes no radica en sus atractivos turísticos ni mucho menos en sus productos de cuero. En el imaginario colectivo, Salem es sinónimo de miedos acallados, de brujas maléficas y de fuegos justicieros. Salem es un cuento de brujas que la necedad humana convirtió en historia verídica, con muertos y heridos incluidos.

Cuenta la historia que en enero de 1692, Elizabeth Parris y Abigail Williams, niñas de 9 y 11 años, empezaron a mostrar síntomas extraños, tales como gritos blasfemantes, convulsiones repentinas y súbitos estados de trance. En cuestión de pocas semanas, los síntomas se habían extendido a varias otras niñas de Salem y el doctor de la comunidad, William Griggs, incapaz de encontrar una cura, concluyó que los incomprensibles males eran producto de la influencia de Satán en las jóvenes. El resultado fueron los famosos juicios por brujería, que se saldaron con la ejecución de veinte personas entre junio y octubre de ese mismo año. Los habitantes de Salem estaban tan condicionados por las historias de brujas y demonios que no dudaron en ajusticiar a 20 personas que seguramente nada tenían que ver con los gritos destemplados de las perturbadas jovencitas. Los mitos y leyendas, pues, no siempre terminan en hadas madrinas y dulces sueños. Muchas veces, como en Salem, son tan sólo el inicio de grandes errores, crueldades e injusticias.

Así como el episodio de las brujas de Salem, la historia –y, en esa medida, nuestro propio conocimiento– está salpicada y contaminada por mitos y leyendas, absurdas creencias y afirmaciones inexactas. Muchos no generan mayor problema, porque son inofensivos e intrascendentes, y una vez develados sólo sirven para recordarnos que la ignorancia humana es más que atrevida, casi temeraria. Por ejemplo, los fuegos fatuos, que son unas luces tenues que a veces pueden verse en los pantanos y ciénagas en las noches de calma tras la puesta de sol, por siglos fueron explicados como algo paranormal. Una leyenda popular rusa los describe como el espíritu de niños que han nacido muertos revoloteando entre el cielo y el infierno, en varios países americanos se habla de las «almas en pena» y el folclore inglés los personifica como diablillos o duendes que atraen a sus víctimas hacia el peligro de los pantanos[1]. Sin embargo, hoy se sabe con total certeza que las luces mortecinas de color borroso azulado, rojizo, verdoso o amarillento que flotan en el aire sobre los pantanos y ciénagas y que reciben el nombre coloquial de «fuegos fatuos», obedecen a una simple reacción química: la inflamación de los gases pantanosos combustibles, sobre todo el metano, producida por el fosfuro de hidrógeno que genera la descomposición de la materia orgánica.

El problema lo traen aquellos otros mitos y absurdas creencias que se vuelven oficiales –como la quema de brujas o la idea de la superioridad de la raza aria– y que tienen consecuencias directas en la realidad, limitando nuestras posibilidades y, por qué no, nuestra propia libertad. Un ejemplo paradigmático y no por eso menos trágico lo constituyen las desastrosas consecuencias que el mito de la economía planificada tuvo en miles de millones de personas durante buena parte del siglo pasado. La caída de los sistemas comunistas en los países de Europa del Este en 1989 y en la URSS en 1991, mostró no sólo que la planificación centralizada de la

[1] Las vinculaciones de los fuegos fatuos con lo paranormal son lo bastante antiguas como para que Shakespeare las empleara en *Enrique IV*, donde Bardolph, a causa de su nariz, es considerado un fuego fatuo errante o un reguero de pólvora.

economía fracasó sonoramente, sino que además es inviable.

Así, pues, derrumbar el mito que los teóricos comunistas y sus totalitarios seguidores habían construido sobre el capitalismo y el libre mercado tuvo costos enormes en términos de vidas humanas y recursos valiosos desperdiciados.

El racionalismo occidental y el desarrollo de la ciencia experimental han actuado como poderosos cazadores de creencias parecidas a la de los fuegos fatuos, es decir, de convicciones populares relacionadas con las ciencias naturales. Sin embargo, el campo de las ciencias humanas sigue siendo tierra fértil para el cultivo y desarrollo de muy diversos mitos. Y sucede que muchos de estos sobreviven más por negligencia nuestra que por las virtudes de sus creadores. Por lo general, somos poco dados a cuestionar las premisas de aquello que nos rodea. Es más fácil así. Y cuando alguien lo hace, estamos tan condicionados y aturdidos por nuestra pasividad que automáticamente pensamos «no, no puede ser», sin siquiera haber analizado el nuevo planteamiento.

Pues bien, tal es el caso de la extendida creencia que atribuye al Estado la obligación de, por un lado, producir una serie de bienes y servicios, y, por otro, hacerlos de acceso abierto a los individuos. Entre estos, quizás uno de los más emblemáticos sea el servicio de justicia, un bien cuya existencia es condición *sine qua non* para cualquier sociedad con pretensiones de civilización moderna y cuya provisión ha sido tradicionalmente encargada al Estado. Tomando como premisas algunos datos inobjetables y desarrollando sus fundamentos, este trabajo cuestiona el antiguo mito de la justicia pública, que ha llevado a que el servicio de justicia sea producido por el Estado y ofrecido a los individuos de manera parcial o totalmente gratuita. Así, proponemos un esquema de mercado y competencia en el que la producción de dicho bien se encuentre, en gran medida, en manos privadas[2].

Por eso, cuando líneas después usted lea algo parecido a «justicia privada» no se escarapele, mantenga la calma y continúe con la lectura de este artículo. Después de todo, recuerde que ni vivimos en Salem, ni somos brujas ni tampoco queremos morir en la hoguera.

PRIMERA PARTE: BIENES PRIVADOS Y BIENES PÚBLICOS

En el presente trabajo demostraremos dos ideas: i) que el servicio de justicia, en su mayor parte, no debe ser provisto por el Estado, sino por agentes privados; y ii) que sobre dicho servicio no debe ser asignado un derecho de propiedad pública.

Para ello, en esta primera parte explicaremos cómo en la sociedad existen dos modelos de bienes, los públicos y los privados. Luego analizaremos cómo las preguntas «¿quién debe producir los bienes?» y «¿deben estos ser de propiedad privada o de propiedad pública?» tienen respuestas distintas dependiendo del tipo de bien del que se trate, verificándose que los bienes privados deben ser producidos por los particulares y sometidos a derechos de propiedad privada, mientras que los bienes públicos deben ser producidos por el Estado y sometidos a un esquema de propiedad pública.

I. ¿QUÉ SON?

En el mundo podemos encontrar dos tipos distintos de bienes, los denominados «bienes privados» y los llamados «bienes públicos». Los bienes privados se caracterizan por tener consumo rival y bajos costos de exclusión. La rivalidad en el consumo consiste en que la utilización del bien por un individuo impide su uso por parte de otro. Una motocicleta, por ejemplo, tiene consumo rival, por la sencilla razón de que dos individuos no pueden utilizarla al mismo tiempo. Por su parte, la existencia de bajos costos de exclusión implica que los costos en los que tendrá que incurrir el propietario para excluir a los no propietarios del uso del bien no son significativos, en comparación con los beneficios que obtendrá con ello.

Por otro lado, los bienes públicos se caracterizan por no presentar consumo rival y por tener altos costos de exclusión. Cuando no existe consumo rival, el bien puede ser utilizado por individuos adicionales sin que esto implique incurrir en mayores costos sociales. Por ejemplo, para un grupo de bañistas, las costas del Océano Pacífico se acercarían bastante a la idea de un bien público, en la medida que añadir un bañista adicional no excluiría del uso a los demás bañistas y tampoco supondría un costo social

[2] Para conocer una posición radical en contra de los numerosos mitos sobre las supuestas bondades de la intervención estatal, ver: FRIEDMAN, David. «The machinery of freedom. Guide to a radical capitalism». La Salle, Open Court, 1989.

adicional. Asimismo, la existencia de altos costos de exclusión implica que el costo de excluir a los no propietarios del uso del bien es más alto que los beneficios que supone la exclusión. Volviendo al ejemplo del Océano, sería enormemente costoso cercar todas las playas del litoral para restringir el acceso a ellas, sin que exista un beneficio aparente que se desprenda de tal medida.

Hay que tener en cuenta que los bienes privados y los bienes públicos son, en la mayoría de casos, solamente modelos. En la práctica, son muy pocos los bienes que se ajustan de manera exacta a las características de los modelos teóricos y, más bien, lo que sucede es que tienen una mayor similitud con un tipo que con otro. Un campo de golf, por ejemplo, tiene consumo rival y bajos costos de exclusión. Sin embargo, en caso esté construido frente a un edificio, genera en sus habitantes un gran beneficio por la agradable vista que les proporciona. Los costos de excluirlos de dicho beneficio son sumamente altos pues, probablemente, sería necesario construir una cúpula sobre todo el campo de golf. Ello, no obstante, no lo convierte en un bien público, pues la gran mayoría de los beneficios que produce tienen las características de un bien privado. Esto sucede con la mayoría de bienes, pues usualmente no son ni totalmente privados, ni completamente públicos, sino que se acercan más a un modelo que a otro.

Otro aspecto importante de la teoría de los bienes públicos y privados en la que normalmente no se incide es que la calificación de un bien como público o privado depende no tanto de la naturaleza del mismo bien, sino de su escasez relativa y de las condiciones en las que se encuentra. El oxígeno, por ejemplo, suele ser considerado como un caso clásico de bien público, ya que todos podemos respirarlo sin excluir a los demás de su aprovechamiento y sin hacer que nadie incurra en un costo adicional. Asimismo, excluir a la mayoría de individuos de su aprovechamiento sería sumamente costoso y no importaría beneficio social alguno. Sin embargo, todo ello dejaría de ser cierto si se tratase de un balón de oxígeno que utiliza un equipo de buzos bajo el agua. En dicho escenario, cada bocanada de aire que tomase un buzo excluiría a los otros de su aprovechamiento. Por otro lado, cuando se trata de una cantidad de oxígeno tan reducida, la exclusión de los demás individuos sería poco costosa y sencilla en la medida que puede ser puesto en un tanque. Así, cambiando las circunstancias, el oxígeno dejaría de ser un bien público y pasaría a convertirse en un bien privado.

Por tanto, habrá que analizar en qué contexto se efectúa la explotación de un bien para determinar si se aproxima más al modelo teórico de un bien público o al de un bien privado.

II. ¿QUIÉN DEBE PRODUCIRLOS?

Como ya adelantamos, la respuesta a la pregunta que encabeza el título de esta parte variará dependiendo del tipo de bien. Si preguntamos quién debe producir los bienes privados, veremos que la respuesta necesariamente será los particulares. Sin embargo, cuando nos preguntemos por los bienes públicos, la respuesta será distinta, pues la intervención estatal será posible si es que no hay indicios de que el mercado pueda resolver en alguna medida los problemas de su provisión.

1. Bienes privados: ¿qué pasa si los produce el Estado?

Se suele creer que las tragedias económicas vinculadas a la intervención del Estado en la provisión de bienes privados tienen su origen en los gobiernos despóticos que implementaron dichas políticas. Se cree erróneamente que los fallidos modelos económicos en los que el Estado jugaba un rol activo y central en el sistema productivo, pueden funcionar dentro de un sólido sistema democrático. Ello no es más que un mito, pues aun dentro de un sistema de este tipo la actuación estatal se caracteriza por generar una serie de costos e incentivos perversos que no podemos soslayar y que desarrollaremos a continuación.

1.1. Problemas con la demanda

El primer problema al que se enfrenta el Estado al proveer bienes privados es que no cuenta con la información necesaria para determinar qué bienes necesitan los individuos y en qué medida.

Usualmente, la producción de bienes y servicios mediante el Estado se lleva a cabo en función de decisiones políticas. Normalmente, un funcionario público decide de manera centralizada qué bienes producir y en qué cantidad. Al no existir un mecanismo certero que transmita a los funcionarios estatales información sobre cuáles son las preferencias individuales de los consumidores, aquellos serán incapaces de determinar cuál es el nivel adecuado de producción de un

bien. Así, cuando el Estado forma parte de la cadena productiva, suele ocurrir que abunden bienes que nadie quiere y que los bienes que muchos desean son escasos.

El único mecanismo para que los consumidores expresen sus preferencias en el sistema democrático es el voto. Sin embargo, cuando se trata de las preferencias de consumo, este sistema adolece de una serie de deficiencias. En primer lugar, no se logra conocer la exacta valoración que los individuos asignan a distintos bienes. Por ejemplo, si dos individuos valoran de distinta manera un mismo bien, sería deseable que lo obtenga quien más lo valora. Sin embargo, este resultado no es posible en el sistema democrático, ya que todos los votos valen igual.

Por otro lado, los votantes tienen relativamente pocos incentivos para expresar sus preferencias en las urnas e informarse sobre las distintas propuestas políticas presentadas, dado que saben que su voto tiene pocas posibilidades de influir en el resultado del proceso electoral[3].

Asimismo, mientras que en el mercado las preferencias de los consumidores se transmiten a los productores de manera personal en cada transacción que se celebra, los votantes solamente transmiten sus preferencias a los gobernantes en época de elecciones (aproximadamente cada cinco años). Y ocurre que la información que transmiten no es sobre cada bien que desean en particular, sino sobre todo un paquete de bienes en general (un programa político), con lo que la información transmitida es más inexacta aún. De esta forma, el primer problema que encontramos es que el Estado no tiene un mecanismo adecuado para conocer cuáles son las preferencias de los individuos –es decir, es incapaz de medir la demanda de los bienes- y, por tanto, para determinar qué bienes es necesario producir y en qué magnitud[4].

1.2. Problemas con los funcionarios públicos

El segundo problema central que supone la provisión estatal de bienes privados tiene que ver con los incentivos que tienen los individuos que toman o ejecutan las decisiones estatales. Ellos no asumen por completo las consecuencias positivas y negativas de dichas decisiones, ni ganan ni pierden con ellas, por lo que no suelen tener incentivos para tomarlas correctamente o ejecutarlas con diligencia.

Todos estamos de acuerdo en que el sujeto que maneja su empresa se preocupa por maximizar su utilidad individual. No existe razón alguna para creer que el día de mañana, cuando sea elegido congresista, perseguirá un fin distinto, como el bien común (concepto que, dicho sea de paso, no puede conocer con exactitud, a menos que sea omnisciente). No es nada más que el mismo individuo en dos roles distintos, pero con las mismas motivaciones y sujeto a la misma escala de valores[5].

Por ello, es un error suponer que los políticos electos se dedicarán a brindar los bienes y servicios que la sociedad demande. Lo único que ellos persiguen es maximizar su propio beneficio. Ello se traducirá en ganar dinero gracias al cargo, vender favores políticos a grupos de interés, buscar poder, estatus y prestigio, o, en el extraño caso de algunos políticos altruistas (cuyo propio beneficio depende del beneficio de su prójimo[6]), perseguir una serie de objetivos que ellos suponen (la mayoría de veces desinformadamente) beneficiosos para la sociedad[7].

Más allá de cuál de estas metas maximice el bienestar de cada político en particular, un requisito para poder alcanzarlas es permanecer en el cargo. Por ello, podemos afirmar que, en general, lo que los políticos buscan es ganar elecciones[8].

[3] Esta situación probablemente se agrave en un sistema con voto obligatorio y no facultativo, pues los votantes que participan del proceso electoral no serán únicamente los que se encuentran realmente interesados en él y que, por tanto, tuvieron mayores incentivos para informarse, sino también los que no tienen mayor interés y que no tuvieron incentivos para informarse correctamente sobre los programas políticos entre los que deberán escoger.

[4] Adicionalmente, el hecho que la provisión de bienes privados se financie mediante la recaudación tributaria también supone una serie de problemas. El primero es que la imposición de un impuesto genera un desincentivo para el trabajo de los individuos. El segundo problema es que supone incurrir en el enorme costo de crear una burocracia estatal encargada de recaudarlos y administrarlos, así como de un órgano de contraloría que los supervise. Por último, hay que tener en cuenta que, en la mayoría de casos, el Estado nunca estará en capacidad de recaudar todo lo que necesitarán las empresas estatales para llevar a cabo importantes proyectos de inversión.

[5] BUCHANAN, James y Gordon TULLOCK. «El cálculo del consenso. Fundamentos lógicos de la democracia constitucional». Madrid, Espasa Calpe, 1980. p. 45.

[6] Es decir, un caso de funciones de utilidad interdependientes.

[7] Ver: GUNNING, Patrick. «Understanding democracy. An introduction to public choice», 2001.

[8] Ver: RAMSEYER, Mark. «Decisiones públicas». En: POSNER, Eric (compilador). «El análisis económico del derecho y la escuela de Chicago». Lima, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, 2002. p. 162.

Así, nos encontraremos con que los políticos elegidos por una determinada localidad buscarán que el Estado produzca bienes y servicios que la beneficien, aun cuando perjudiquen al resto de localidades, pues de esta manera lograrán permanecer en el cargo.

Además, dentro de esta lógica, los políticos suelen llevar a cabo negociaciones entre ellos que les permitan conseguir la aprobación de leyes que beneficiarán a sus electores, pero que no siempre serán socialmente beneficiosas. Por ejemplo, el político A puede desear la aprobación de una disposición que los políticos B, C y D consideran inconveniente. Sin embargo, estos últimos podrían aprobarla si el día de mañana A les devuelve el favor[9].

Por otra parte, los políticos suelen ser presa fácil de grupos de interés, en la medida en que pueden vender bienes y servicios que los beneficien, a cambio de dinero que vaya a parar directamente a sus bolsillos o a financiar sus campañas electorales[10]. Los recursos destinados a esta actividad, además, son una pérdida social, porque no se destinan a la producción de riqueza o satisfacción de necesidades de otros individuos, sino a desviar recursos de los contribuyentes hacia manos privadas.

Se puede decir que entre los electores y los políticos existe una relación de principal-agente[11]. En un modelo principal-agente, el principal se beneficia o perjudica dependiendo del nivel de cuidado con el que el agente lleva a cabo alguna conducta. Los costos en los que hay que incurrir para monitorear la conducta del agente son denominados costos de agencia.

En este caso particular, los políticos son agentes de los electores en la medida en que éstos se benefician o perjudican con la gestión de los primeros. No solamente es sumamente complicado que un agente sirva de manera eficiente a millones de principales con distintos deseos y preferencias, sino que los costos de agencia en los que tienen que incurrir tales principales son enormes en relación con el beneficio individual que pueden obtener de la actividad del agente[12]. Por ello, la eficiencia de su gestión normalmente se confía a costosos y rara vez eficaces mecanismos de contraloría[13]. Desgraciadamente ello no supone más que trasladar el problema de un lado a otro, pues también resultan ser agentes de los electores, relación que implica sus propios costos de agencia.

Asimismo, los funcionarios públicos que deben ejecutar las decisiones de los políticos también son agentes de los electores. Sin embargo, dado que quienes internalizan los costos y beneficios de las acciones de los funcionarios públicos serán únicamente los contribuyentes, pues los burócratas recibirán su salario independientemente de si realizan un buen o mal trabajo, los funcionarios no tienen incentivos para llevar a cabo su labor de manera adecuada. Ello, como es evidente, incrementa los enormes costos de agencia[14].

Por último, no hay que olvidar que, mientras que en el mercado la competencia obliga a los productores a brindar un servicio cada vez más eficiente a los consumidores (pues

---

[9] RAMSEYER, Mark. Op. cit. pp. 168-169.

[10] Ibid. pp. 166-167. Realmente todos tenemos incentivos para presionar a los legisladores para conseguir intereses privados. Existen dos formas políticas de ganar dinero. La primera de ellas es trabajar para que se derogue una enorme cantidad de leyes perjudiciales socialmente y que responden a intereses privados, cada una de las cuales le cuesta a cada individuo entre unos centavos a unos cientos de dólares anuales. La segunda forma es trabajar para conseguir una ley ajustada a nuestros intereses, que le costará al resto unos cuantos dólares. Lo más común es escoger la segunda forma, pues es mucho más fácil conseguir una nueva ley que derogar un ciento. Ver: FRIEDMAN, David. «The machinery of Freedom». p. 157.

[11] POSNER, Eric. «Modelos de agencia en el análisis económico del derecho». En: POSNER, Eric (compilador). Op. cit. p. 309.

[12] Esa es la razón por la cual usted, probablemente, no pierde el tiempo fiscalizando la gestión del presidente Toledo, de los 120 congresistas, de los presidentes regionales o de los alcaldes electos.

[13] Como es el caso de la Contraloría General de la República.

[14] Hay que tener en cuenta que, asimismo, este sistema implica el surgimiento de nuevas relaciones principal-agente, que implican costos de agencia propios. Por ejemplo, el presidente o los congresistas invertirán recursos en monitorear que los funcionarios estatales que se encargan directamente de la provisión de bienes y servicios lleven a cabo conductas que maximicen su bienestar individual y no el de los ciudadanos. Lo peor del asunto es que, normalmente, el dinero utilizado para cubrir tales costos de agencia provendrá de los tributos pagados por los contribuyentes. Para un análisis más profundo de los problemas de las relaciones principal-agente dentro del aparato estatal, ver: POSNER, Eric. «Coloquio de análisis costo beneficio: análisis del costo-beneficio como una solución al problema principal-agente». En: THEMIS-Revista de Derecho, No. 44, 2002. pp. 117-122.

su ganancia depende de ello), cuando una agencia estatal provee un bien normalmente detenta el monopolio de su producción, por lo que los enormes beneficios de la competencia no se presentan[15].

1.3. Cómo la teoría se plasma en la práctica

En la historia peruana reciente, las pruebas de la ineficiencia del Estado como productor y asignador de recursos son contundentes: desde 1968, año en el que el gobierno de Velasco Alvarado impulsó la desmedida actividad empresarial del Estado, a la fecha, las empresas estatales no financieras han acumulado pérdidas superiores a los US$ 7,000 millones, las cuales –a valor presente y a una tasa de interés internacional como es la Libor– resultan siendo de casi US$ 29,000 millones, monto superior en 50% al total de la deuda pública externa.

Asimismo, tan sólo en el año 2002 las 38 empresas públicas del Estado peruano arrojaron un resultado contable negativo por S/. 758 millones. Esta suma es escandalosa si tenemos en cuenta que equivale a 10 veces el presupuesto del Ministerio de la Mujer, 11 veces el del Ministerio de Comercio Exterior, 2 veces el presupuesto de inversión de los 25 gobiernos regionales juntos y S/. 221 millones más que la suma de los presupuestos de los ministerios de Energía y Minas, Trabajo y de la Producción[16].

En vista de ello, queda claro que encargar al Estado la producción de bienes privados implica una serie de problemas y costos enormes, que determinan que, tratándose de bienes privados, ésta no sea una buena opción.

2. Bienes privados: ¿qué pasa si los producen los particulares?

Cuando el mercado produce bienes privados, no se encuentra con los problemas que afronta el Estado al encargársele dicha actividad. Como explicaremos, el sistema de precios permite que los productores cuenten con la información necesaria para determinar qué bienes es necesario producir y en qué cantidad es eficiente hacerlo. Asimismo, veremos cómo los particulares sí tienen los incentivos correctos para brindarles a los consumidores un servicio adecuado, dado que internalizan en gran medida los costos y beneficios de su actividad.

2.1. Las ventajas del sistema de precios

El sistema de precios es, fundamentalmente, un mecanismo que permite trasladar información acerca de las preferencias subjetivas de los individuos, creando con ello incentivos en los productores para que produzcan los bienes que la sociedad demanda.

Dijimos que cuando el Estado se encarga de la producción de bienes privados, al no existir un mecanismo certero que transmita a los funcionarios estatales información sobre cuáles son las preferencias individuales de los consumidores, estos serán incapaces de determinar cuál es el nivel adecuado de producción de un bien. Así, sucede que abundan bienes que nadie quiere y que los bienes que muchos desean son escasos.En cambio, cuando esta actividad se deja al mercado, el sistema de precios comunica a los productores que los consumidores demandan un determinado bien en una determinada cantidad. Asimismo, una vez que los productores de bienes y servicios conocen esta información, tienen incentivos para producir en la medida eficiente, pues saben que podrán ganar con su venta.

Imaginemos que se produce un aumento de la demanda de lápices debido a que el número de alumnos en las escuelas se ha visto incrementado[17]. Los distribuidores verán que una mayor cantidad de consumidores se encuentra dispuesta a pagar el precio que cobran por ellos, por lo que encargarán más

[15] De hecho, es sorprendente ver cómo mucha gente se escandaliza con motivo de la existencia de monopolios privados, pero no se hace mayor problema con la existencia de múltiples monopolios públicos en nuestro país.

[16] Fuentes: Banco Central de Reserva del Perú, Ministerio de Economía y Finanzas, Ciudadanos al Día. Tomado de la edición del día viernes 25 de abril de 2003 del diario El Comercio. En dicha edición también se hace referencia a informes del Osiptel, Ministerio de Energía y Minas, Aguas Andinas, Sedapal y Global Competitiveness Report que nos brindan los siguientes datos: antes de la privatización de la empresa telefónica del Estado, el tiempo de espera para la instalación y funcionamiento de una línea telefónica era de 990 días, mientras que en la actualidad es de sólo 8 días y a mucho menor costo para el usuario. En la ciudad de Lima, donde la totalidad de la distribución eléctrica es privada, el coeficiente de electrificación es de prácticamente 100%, pero en el resto del país, donde la distribución eléctrica continúa en manos estatales, este porcentaje es escasamente del 61%. En la ciudad de Santiago de Chile, donde la empresa de agua potable es privada, la cobertura de este servicio asciende al 100%, mientras que en la ciudad de Lima, donde la empresa de agua potable es pública, la cobertura asciende únicamente al 87%, lo que obliga a que más de un millón de los más pobres tengan que pagar 10 veces más por el agua de camiones cisterna.

[17] El ejemplo es tomado de FRIEDMAN, Milton y Rose FRIEDMAN. «Libertad de elegir. Hacia un nuevo liberalismo económico». Barcelona, Ediciones Grijalbo, 1980. pp. 32-33.

a los productores. Estos, cuando vean que los distribuidores acceden a pagar el precio que ellos cobran por una mayor cantidad de lápices, pedirán más madera, latón, grafito y demás insumos necesarios para fabricarlos.Para conseguir más de estos insumos, los proveedores de materia prima a los que se les ha ofrecido comprarles una mayor cantidad de su producto, tendrán que ampliar sus planillas para poder satisfacer el aumento de la demanda. Por ello, tendrán que ofrecer un precio por el que una serie de trabajadores se encuentre dispuesta a ofrecer su trabajo. Así, los precios transmiten la información de que hay una demanda de lápices y de una serie de insumos que necesita ser satisfecha, lo que permite a los diversos productores saber qué bien y en qué cantidad debe producirse[18]. Cuando el Estado dirige la producción de lápices de manera centralizada no utiliza el sistema de precios, sino que deja a un funcionario público que tome la decisión de cuántos lápices deberán ser producidos. Este no tiene una manera de informarse rápidamente acerca del aumento en la demanda, por lo que no tendrá cómo satisfacerla.

El mercado, en cambio, transmite esta información de manera rápida y descentralizada mediante el sistema de precios, lo que hace que la demanda de un producto pueda ser satisfecha más eficientemente[19]

2.2. Los incentivos adecuados para producir

Tanto los proveedores que encontramos en el mercado, como los funcionarios estatales dedicados a la producción de distintos bienes, se encuentran en una relación principal-agente con los individuos que demandan sus servicios. En el mercado, a diferencia del Estado, los costos de agencia son relativamente bajos y los intereses de ambos sujetos suelen encontrarse alineados, en la medida que el productor tiene incentivos para satisfacer al consumidor, pues internalizará los beneficios de tal conducta. En la eficacia de esta relación juega un papel central la competencia entre productores, pues la posibilidad de que los consumidores compren los productos de la empresa competidora es lo que hace que los productores se esfuercen por brindar cada vez un mejor servicio.

El maderero que mediante el sistema de precios recibe la señal de que el mercado solicita más madera tiene incentivos para producirla, pues sabe que existe un grupo de individuos que se encuentra dispuesto a pagar por ella. Asimismo, los fabricantes de lápices se ven forzados a producir un producto de la calidad exigida por los distribuidores, pues de lo contrario, estos le comprarán a su competencia. Al final de la cadena, sucederá lo mismo entre los distribuidores de lápices y los consumidores finales. Por tanto, podemos concluir que los privados cuentan con mayor información y con mejores incentivos que el Estado para producir los bienes privados que la sociedad demanda. Así, cuando se trate de bienes privados, si tenemos que escoger entre el mercado y el Estado, ésta última no es la mejor opción[20].

3. Bienes públicos: ¿qué sucede si son producidos por los particulares?

A diferencia de lo que sucede con los bienes privados, el mercado tiene una serie de problemas para producir los denominados bienes públicos. Ello hace que, en este caso, la intervención estatal en la producción de bienes sea una opción.

---

[18] De la misma forma, el sistema de precios brinda información acerca del mejor modo de producir un producto. Supongamos que el precio del roble sube más que el de la caoba. En dicho escenario, los precios le indican al productor de lápices que será más conveniente producir dichos bienes con el segundo tipo de madera.

[19] No obstante, la utilización del sistema de precios implica una serie de costos, como encontrar a la contra parte, los costos de negociación o los costos de ejecución del contrato. Es por esta razón que en el mercado surgen las empresas o «firmas». Una firma es un elaborado contrato (o serie de contratos) que, en parte, consiste en que los empleados hagan lo que los empleadores señalan. Así, dentro de la firma, los recursos no se asignan en función del sistema de precios (un trabajador, por ejemplo, no negocia por separado cada labor encargada por el empleador), sino sobre la base de un sistema centralizado, vertical, jerárquico y en el que la cabeza determina cómo se llevará a cabo la producción y la asignación de recursos en la empresa. Ello permite ahorrar todos los costos descritos del sistema de precios. Ver: FRIEDMAN, David. «Hidden order. The economics of every day life». Nueva York, Harper Business, 1997. pp. 112-114. Sin embargo, este tipo de organización implica sus propios costos (los llamados «costos de agencia»), que consisten en supervisar que cada eslabón de la cadena de mando lleve a cabo su trabajo. Uno de los principales aportes de Ronald Coase fue descubrir que las firmas se organizan y crecen como tales hasta que los costos de agencia que implica una nueva transacción son iguales a los costos que implicaría realizarla en el mercado mediante el sistema de precios. Ver: COASE, Ronald. «The firm, the market and the law». Chicago, The University of Chicago Press, 1990. p. 43. De hecho, una de las razones que hace tremendamente ineficiente el sistema productivo de un país que se organiza de manera centralizada desde el Estado, es que enfrenta altísimos costos de agencia, mayores que los costos del sistema de precios.

3.1. Problemas con la oferta y la demanda

Existe un problema central del lado de la oferta de bienes públicos: si no es posible excluir a los no compradores debido a que los costos de exclusión son demasiado elevados, será imposible que el individuo que es propietario del bien cobre un precio por su producción. Por ello, en este caso, el bien no será producido pues no existirán los incentivos para ello. Todos los propietarios de barcos, por ejemplo, se beneficiarían con la existencia de un faro en la costa; sin embargo, dado que el propietario de dicho faro no tiene como excluir a los barcos que no le compren su servicio, le será imposible obtener una ganancia de su construcción, por lo que no tendrá incentivo alguno para construirlo. En este caso, la calidad de bien público del faro hace que, aun cuando todos los barqueros se verían beneficiados por el faro, el mercado no produzca dicho bien[21]. Asimismo, existe un problema del lado de la demanda de los bienes públicos. Al existir consumo no-rival, nos enfrentamos a un problema de *free riders*[22], por el que todos los individuos esperarán que el resto produzca el bien del que ellos igualmente se verán beneficiados sin incurrir en ningún costo[23]. Por esta razón, ningún individuo se mostrará dispuesto a pagar por el bien (no existirá demanda alguna). A su vez, la consecuencia de lo anterior será que no se genere ninguna oferta, con lo que no se producirá el bien[24].

Supongamos que en un pueblo se planea construir un sistema de alcantarillado que beneficiará a toda la comunidad. El proyecto es discutido en una asamblea a la que concurren todos los habitantes y en la que se explica la necesidad de que los interesados colaboren en el financiamiento de la obra. Al término de la reunión cada individuo regresa a su casa pensando qué le conviene más, si revelar su preferencia y, por tanto, asumir el costo o si, por el contrario, actuar como un *free rider*, es decir, no revelar su preferencia, no asumir ningún costo e igual beneficiarse con el resultado de la obra. Lo más probable es que los individuos tomen la segunda opción, en vista de que ésta maximiza su beneficio. Cada persona tendrá incentivos para no participar voluntariamente en la construcción del alcantarillado, ya que esperará que el resto de la comunidad decida hacerlo. Este problema encuentra solución cuando se trata de pocos individuos y el problema se presenta de manera repetida, dado que cada uno de ellos sabe que el comportamiento del otro depende en buena parte del suyo propio, lo cual crea incentivos para la cooperación y negociación. Sin embargo, en un escenario como el descrito (en el que existen múltiples individuos), donde todos los sujetos saben que su conducta no afectará mayormente la de los otros (y que sería sumamente costoso negociar con todos los demás), casi no existirá posibilidad alguna de lograr una solución cooperativa que lleve a la solución eficiente, esto es, la producción del bien público. Ello, pues no existen incentivos

[20] Esta sencilla idea nunca ha sido cabalmente comprendida por casi todos nuestros gobernantes, quienes una vez instalados en el poder han desarrollado una acentuada vocación empresarial. El tema es que el capital que invierten no es el suyo propio sino el de todos los peruanos, quienes, además, sufrimos la competencia desleal estatal y aguantamos las pérdidas generadas por muchas de estas iniciativas. Ejemplos sobran: los servicios de limpieza y seguridad que EsSalud presta a terceros, el diario que –junto con el boletín de Normas Legales– publica Editora Perú, las embarcaciones pesqueras y plantas de procesamiento pesquero de la Marina de Guerra del Perú, la imprenta del Ejército Peruano, la prestación de servicios médicos por hospitales de las Fuerzas Armadas y la Policía Nacional y un largo etcétera. Para más ejemplos y mayores detalles sobre el tema, ver: FALLA JARA, Alejandro. «Zapatero a tus zapatos». En: Perú Económico, volumen XXVI, No. 3, marzo 2003.

[21] Un problema adicional es que, aun cuando un proveedor privado se encuentre en capacidad de excluir de manera relativamente barata a los no compradores del bien, las ganancias que será capaz de obtener probablemente serán menores en relación con el valor que las personas le asignan al bien. Con ello, transacciones que serían eficientes no se llevarán a cabo. Imaginemos que los valores que diez personas le dan a un bien son 1,2,3 y así sucesivamente hasta llegar a 10, con lo que la valoración social es de 55. En este caso, el escenario en el que el proveedor maximiza su beneficio es aquel en el que cobra un precio de 5 por el bien (pues ganará 30). De cobrar dicho precio, aquellos individuos que valoren el bien en un monto menor a 5 no se mostrarán dispuestos a adquirir el bien, aun cuando en conjunto lo valoren en 10 y lo puedan utilizar sin excluir a los demás. SHAVELL, Steven. «Economic Analysis of Property Law». The Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business. Discussion paper No. 399, 2002. p.2. Estamos suponiendo que para el proveedor es imposible identificar la valoración subjetiva de cada persona y cobrarle en función de dicha valoración -es decir, realizar una perfecta discriminación de precios-, situación que no suele presentarse en la práctica.

[22] Un *free rider* es aquel individuo que busca beneficiarse de la actividad de otro sujeto esperando que éste último asuma todos los costos de la misma.

[23] Ver: BUCHANAN, James. «The demand and supply of public goods». Liberty Fund, 2001. Capítulo 5. párrafo 5.23. En: www.econlib.org (sin embargo, Buchanan asocia más este problema al dilema del prisionero que a un caso de *free riders*). Ver también: FRIEDMAN, David. «Hidden...». Op. cit. pp. 262-265. Para ver cómo el problema de los bienes públicos se enmarca dentro de una teoría libertaria del Estado, ver: BUCHANAN, James. «The limits of liberty. Between Anarchy and Leviathan». Chicago, The University of Chicago Press, 1975. pp. 35-52.

[24] Como podemos ver, lo que sucede en este caso es que no aparece el mecanismo de precios que transmite información a los productores sobre la cantidad demandada.

para negociar, cooperar y lograr dicha solución[25].

3.3. Cómo los particulares solucionan algunos de estos problemas

El ingenio de los individuos muchas veces ha logrado superar en buena cuenta los problemas vinculados a la provisión de los bienes públicos. Una forma en la que el mercado puede proveer bienes públicos es por contratos de unanimidad. El proveedor efectúa un contrato que estipula que el bien se proveerá sólo si todos los beneficiados aceptan pagar por él. De esta forma, un individuo no puede esperar a que el resto produzca el bien para beneficiarse de él gratuitamente, pues sabe que sin su participación el bien no se producirá. Así, se elimina el problema del *free rider*[26].

Otra posibilidad es encontrar una minoría privilegiada, un grupo que reciba suficiente beneficio como para que sus miembros puedan ser persuadidos de aceptar todo el costo mediante un contrato de unanimidad dentro del mismo grupo[27].

Una solución más ingeniosa puede ser lo que hizo Apple, que vendía su computadora Macintosh (un bien privado) y regalaba el *software* MacWrite (un bien público). La disponibilidad del software hacía más valiosa a la computadora, y el mayor precio que podía ser cobrado por ella era utilizado para financiar la producción de MacWrite. Otra alternativa habría sido enganchar el programa con un servicio. Por ejemplo, el vendedor podría llevar un registro de compradores del programa original y solamente darle a ellos un servicio de asistencia técnica telefónica o vía internet[28]. Así, podemos ver cómo existen casos en los que el propio mercado crea mecanismos que le permiten superar en alguna medida el problema de la provisión de bienes públicos. Sin embargo, aún sigue siendo previsible que no los proveerá a un nivel eficiente.

4. Bienes públicos: ¿qué sucede si los produce el Estado?

Para solucionar los problemas que implica dejar al mercado la provisión de bienes públicos, normalmente se señala que lo más conveniente es encargar su producción al Estado.

En este escenario, los problemas que implican los altos costos de exclusión quedan solucionados por dos motivos: (i) el Estado no necesita cobrar a los usuarios por el aprovechamiento del bien para financiar su provisión, dado que logra su financiamiento mediante el cobro de impuestos; y (ii) a diferencia de un proveedor privado, que necesita cobrar un precio como incentivo para producir el bien, los funcionarios estatales obtienen el incentivo del pago que les asigna el Estado. Al solucionar los problemas generados por los altos costos de exclusión, también se solucionan los problemas relacionados con la oferta de bienes públicos. Habíamos señalado que, al no existir rivalidad en el consumo de bienes públicos, la presencia de *free riders* conducía a un serio problema con la demanda de estos. La intervención estatal también encuentra una solución a este problema, porque no será necesario que los sujetos se enfrenten al dilema de revelar o no sus preferencias, dado que independientemente de ello el Estado producirá el bien financiándolo mediante impuestos.

No obstante, hay que tener en cuenta que el Estado sigue enfrentando prácticamente todos los problemas que señalamos anteriormente, como es el caso de la falta de incentivos para que los funcionarios públicos lleven a cabo su gestión de manera correcta y los enormes costos de agencia que implica monitorear su conducta.

De hecho, hay que prestarle especial importancia a que, si bien el mercado no produce el nivel eficiente de un bien público, el Estado tampoco lo logrará hacer, pues no tiene cómo conocer las valoraciones subjetivas de los individuos. Así, sabiendo que ni la producción estatal, ni la producción privada de bienes públicos asegura generar una cantidad eficiente del bien, si nos enfrentamos a escoger entre ambas opciones lo más sensato será escoger al mercado. Ello, pues por lo menos su actuación no supone todos los costos que hemos señalado que implica la acción estatal.

En consecuencia, podemos afirmar que la intervención del Estado en la producción de

[25] BUCHANAN, James. «The demand...». Capítulo 5. párrafo 5.17. También ver: BAIRD, Douglas, Robert GERTNER y Randall PICKER. «Game theory and the law». Cambridge, Harvard University Press, 1994. p. 32.
[26] FRIEDMAN, David. «Hidden...». Op. cit. p. 262.
[27] Ibid. p. 263.
[28] Ibid. p. 264.

bienes públicos solamente se justifica si: i) es sumamente probable que el mercado no tenga o vaya a desarrollar mecanismos para superar en buena cuenta los problemas de acción colectiva que implica la provisión de tal tipo de bienes; y ii) existe gran evidencia empírica de que la generación del bien, menos los costos que supone la intervención estatal, importará un beneficio material considerablemente mayor que los aportes efectuados por los contribuyentes[29].

Así, aun cuando se presente la primera condición, si no se presenta la segunda no se justifica la intervención estatal. En tal escenario, es mejor dejar la solución a la actuación imperfecta del mercado o, en todo caso, es preferible que nadie produzca un bien cuyos beneficios son indeterminados, puesto que los recursos de los que depende su producción podrían ser invertidos en la creación de bienes claramente beneficiosos para los individuos.

Por último, habrá que tener en cuenta que la mayoría de veces será más conveniente que el Estado recaude el financiamiento necesario para proveer el bien y que otorgue una concesión a un privado para que lo haga, pues este último tendrá mejores incentivos para llevar a cabo una labor eficiente.

III. ¿QUIÉN DEBE TENER DERECHO SOBRE ELLOS?

Ya vimos que los bienes privados deben ser producidos por el mercado, mientras que los bienes públicos deben ser producidos por el Estado en caso el mercado no pueda superar los problemas de su provisión. Ahora, toca responder si dichos bienes deben de ser de propiedad privada o de propiedad pública.

La asignación de un derecho de propiedad pública sobre un bien implica que ningún individuo tiene la facultad de excluir a los demás sujetos de su aprovechamiento. Por su parte, la asignación de un derecho de propiedad privada sobre un bien importa que el propietario tiene la facultad de excluir a todo otro sujeto de su utilización.

Si establecemos un derecho de propiedad pública sobre una plantación de papas, todo sujeto tendrá el derecho de entrar al campo y recoger las papas que desee. Asimismo, si otorgamos a un individuo un derecho de propiedad privada sobre la misma plantación, le estaremos dando el derecho de excluir a todos los demás individuos del uso del campo o del aprovechamiento de las papas.

La asignación de cada uno de estos tipos de derechos de propiedad tiene consecuencias distintas, dependiendo de si se trata de un bien público o de uno privado. La conclusión a la que nos llevarán las siguientes páginas será que, en principio, es más conveniente asignar derechos de propiedad privada sobre los bienes privados y derechos de propiedad pública sobre los bienes públicos.

1. Bienes privados: ¿qué sucede si son de propiedad pública?

En 1968, Garret Hardin publicó un artículo que se convirtió en un clásico[30]. En «La tragedia de los comunes», Hardin explicó cómo en los casos en que existe acceso abierto al aprovechamiento de un bien privado (es decir, cuando existe un derecho de propiedad pública en lugar de un derecho de propiedad privada), el interés particular lleva a la ruina social.

Imaginemos un campo abierto al público donde un grupo de pastores lleva su ganado a pastar[31]. Lo socialmente deseable es que dicho campo sea utilizado de tal forma que se evite que, debido a un sobre pastoreo, el campo termine convirtiéndose en una tierra árida, inservible para tal uso[32].

Cada vez que un animal adicional entra a pastar al campo, se generan una serie de costos y beneficios[33]. Los beneficios son todos los que se desprenden de tener un animal

[29] Por ejemplo, aun cuando no conozcamos la valoración subjetiva de los individuos, es claro que la existencia de un cuerpo de policía les brinda un enorme beneficio, pues sin él no existe posibilidad alguna de orden, seguridad, paz o desarrollo. En tal sentido, todo parece indicar que producir tal bien público sería eficiente (aun cuando nos queda la duda de la cantidad de bien público que será necesario producir). Este no es el caso de toda otra serie de bienes públicos que genera el Estado. En la construcción del Gran Parque de Lima, por ejemplo, no hay nada que nos lleve a asegurar que los contribuyentes valoraban menos los tributos pagados que el beneficio que hoy obtienen del parque (de hecho, tampoco queda completamente claro que se parezca más a un bien público que a uno privado). Por ello, este bien no debió de ser construido.

[30] HARDIN, Garret. «The tragedy of the commons». En: ELLICKSON, Robert, Carol ROSE y Bruce ACKERMAN. «Perspectives on property law». Aspen Law & Business, 1995. pp. 132-146.

[31] Este ejemplo, convertido ya en un clásico, es el mismo que utiliza Hardin en su artículo.

[32] De hecho, para ser precisos, el nivel de uso eficiente de tal bien es aquél en el que la utilidad marginal iguala al costo marginal. Esto quiere decir que el beneficio de utilizar una unidad adicional del bien es igual al costo que ello supondría.

[33] Cuando hablamos de un costo o beneficio económico no nos referimos solamente a un costo o beneficio en

adicional bien alimentado, como mayor disponibilidad de carne o un mayor precio de venta en el mercado. Los costos comprenden factores como el menor valor del campo al reducirse la cantidad de pasto, o el mayor esfuerzo que tienen que realizar los pastores para encontrar dentro del campo el pasto necesario para alimentar a sus animales.

Mientras más animales ingresen al campo los costos que implica su explotación aumentan (por ejemplo, existirá menos pasto y el campo valdrá cada vez menos), mientras que los beneficios de ella disminuyen (en la medida que al existir menos pasto cada vez es más difícil que los animales estén bien alimentados).

Si cuantificamos los costos y beneficios sociales[34] del ingreso de cada nuevo animal al campo de propiedad pública, llegará un momento en el cual podremos determinar que el costo del ingreso de un animal adicional será igual que el beneficio que ello conlleva. Suponiendo que llegamos a este punto y que tanto el costo como el beneficio social que se genera es igual a 1, cada pastor realizará el siguiente razonamiento: «en la medida en que me apropio de todos los beneficios de que mi animal paste en el campo (es decir, 1) y teniendo en cuenta que sólo asumo parte de los costos (una fracción de 1, dado que se distribuyen entre todos los pastores que concurren al campo de acceso público), es claro que me conviene llevar un animal más a pastar porque mi beneficio es mayor a mi costo». Así, aun cuando llevar a pastar un animal adicional no genera un beneficio social, sí genera un beneficio privado, por lo que el pastor de nuestro ejemplo no dudará en llevar no sólo un animal más, sino todos los que pueda. El problema se vuelve mucho más grave si consideramos que muy probablemente todos los pastores realizarán el mismo razonamiento y llevarán a todos los animales posibles al campo público. De lo anterior, teniendo en cuenta que cada animal adicional implica un mayor costo y un menor beneficio en términos sociales, se deduce que el resultado final será un campo árido, inutilizable, en el que nadie podrá llevar a sus animales a pastar. He ahí la tragedia de los comunes[35].

Es claro que el uso indiscriminado y desordenado de un bien conduce a una situación que ningún individuo racional en la sociedad desearía. Sin embargo, en un mundo en el que la propiedad de los bienes fuese pública, los individuos tendrían incentivos para usar los bienes de manera justamente desordenada e indiscriminada. Asimismo, el problema que surge al asignar derechos de propiedad comunal sobre un bien privado tiene una segunda arista, relacionada con los incentivos que tienen los individuos para producir. Existe una clásica figura que resume perfectamente este problema: si invierto recursos como tiempo y dinero para acondicionar un terreno para el cultivo de frutas, comprar semillas e implementar un sistema de riego, y sucede que al llegar el día de la cosecha mi vecino se lleva el fruto, entonces no tendré ningún incentivo para producir nuevamente.

El precio que un individuo puede cobrar por la producción de un bien es el incentivo que tiene para producirlo. Sin embargo, para poder cobrar un precio es necesario que exista la posibilidad de excluir de los beneficios del producto a los individuos que no se encuentren dispuestos a comprarlo. Ello es imposible si el bien se encuentra bajo un esquema de derechos de propiedad pública. Por tanto, es posible afirmar que asignar un derecho de propiedad pública sobre un bien privado implica: (i) la sobreexplotación del bien; y (ii) que los individuos no tengan incentivos para producirlo.

Por ello, aun cuando a todos nos gustaría que todo individuo tenga acceso a los bienes y servicios que sean necesarios para cubrir sus necesidades, es claro que en un mundo de recursos limitados asignar derechos de

---

sentido dinerario. Nos referimos a todo tipo de beneficio o perjuicio que afecte a un sujeto (más exactamente, a su función de utilidad). Una determinada elección tiene una serie de implicancias dinerarias y no dinerarias. Por ejemplo, escoger un trabajo supone un beneficio dinerario que consiste en el salario pagado; asimismo, impone una serie de costos y beneficios de distinto carácter, como llevar a cabo una actividad que al individuo le desagrada, el tiempo libre perdido o todas las cosas que el sujeto deja de hacer por trabajar. Todos estos factores son tomados en cuenta y, de alguna manera, cuantificados por el individuo al momento de decidir si trabajar o no. Es por ello que el análisis económico, que es un instrumento que intenta predecir las conductas de los individuos, tiene que incorporar más que los factores dinerarios al examinar las elecciones que podrían llevar a cabo los sujetos.

[34] Es decir, la sumatoria de costos y beneficios que soportan todos los individuos de la sociedad.

[35] He ahí también la razón de la extinción de un sinnúmero de especies animales y recursos naturales, de la depredación forestal y hasta del congestionamiento de las vías de tránsito.

propiedad pública sobre bienes privados es una cura peor que la misma enfermedad.

2. Bienes privados: ¿qué pasa si son de propiedad privada?

Normalmente, la forma más efectiva para escapar a la tragedia de los comunes es mediante el establecimiento de derechos de propiedad privada.

Ello, permite que su titular asuma tanto los costos como los beneficios de la utilización del bien, es decir permite que el propietario internalice tanto las externalidades positivas como las negativas que aparecen a consecuencia de su explotación[36].

Lo anterior implica dos ventajas muy claras: la primera de ellas es que se logra el nivel eficiente de explotación del bien. Como vimos en el ejemplo de los pastores, llega un momento en el que llevar un animal más al campo genera un costo mayor al beneficio que conlleva, principalmente porque el campo empezará a ser depredado por el exceso de animales. A diferencia del caso de la propiedad común, en que cada pastor asumía todos los beneficios de llevar un animal adicional pero sólo internalizaba una fracción de los costos que su decisión generaba, cuando un pastor tiene la propiedad privada del campo él es el único que asume todos los costos y beneficios de su explotación. Por tanto, en el momento en que añadir un animal más implique un costo mayor al beneficio, el pastor –en tanto que individuo racional maximizador de su propio beneficio– impedirá que un animal adicional ingrese al campo a pastar. De esta forma, la asignación de un derecho de propiedad sobre el campo de pastoreo logra que éste se utilice a su nivel eficiente y, en consecuencia, impide su sobre explotación.

La segunda ventaja que trae consigo la asignación de derechos de propiedad privada tiene que ver con los incentivos para producir. La posibilidad de excluir a los no propietarios del aprovechamiento del bien, permite al propietario exigir el pago de un precio a cambio del goce de aquél. El pago del precio es el incentivo que necesita el propietario para invertir recursos en la producción de una serie de bienes socialmente beneficiosos. Así, asignar derechos de propiedad privada sobre bienes privados –a diferencia de lo que sucede si se asignan derechos de propiedad pública- evita la sobreexplotación de los bienes y crea los incentivos adecuados en los individuos para su producción a un nivel eficiente. Por ello, queda claro que, cuando se trata de bienes privados, es deseable que se asignen derechos de propiedad privada y no de propiedad pública.

3. Bienes públicos: ¿qué pasa si son de propiedad privada?

Normalmente, asignar derechos de propiedad privada sobre bienes públicos no tiene mucho sentido. Como ya sabemos asignar un derecho de propiedad privada implica otorgar a un individuo la facultad de excluir a los demás sujetos de su aprovechamiento. Sin embargo, no tiene sentido otorgar un derecho de excluir sobre un bien cuyos costos de exclusión son prohibitivamente altos. Asignar un derecho de propiedad privada sobre el aire que nos rodea, por ejemplo, no tiene sentido alguno, en la medida en que el propietario no tendría posibilidad real alguna de excluir al resto de individuos de su aprovechamiento.

Sin embargo, aun cuando se lograse excluir al resto del mundo de su aprovechamiento, la asignación de derechos de propiedad privada no implicaría beneficio alguno y, más bien, conllevaría ciertos problemas. En primer lugar, la presencia de *free-riders* que explicamos en II.3.1 haría que los consumidores no envíen señales a los productores de que necesitan un determinado bien público. Por ello, el bien no se produciría a un nivel eficiente.

En segundo lugar, existiría una pérdida social al excluir a los no compradores del aprovechamiento de un bien que no tiene consumo rival. Si asignamos un derecho de propiedad sobre el tramo Lima – Ica de la carretera Panamericana (que es la única vía que cubre dicha ruta) y la empresa propietaria del tramo decide gastar US$ 2 millones en construir peajes para obtener ganancias del uso del camino, tal inversión constituirá una perdida social, en la medida que los peajes no aumentarán la utilidad del camino ni tampoco cubrirán necesidades de los potenciales usuarios. Su solo propósito es permitirle al propietario obtener ganancias del bien público[37].

En tercer lugar, muy pocos individuos utilizarán el bien, dado que su uso dejó de ser gratuito. Los individuos que valoran el uso del bien por

[36] Por externalidades se entiende todo costo o beneficio no contratado que la propia actividad impone en un tercero. Ver: FRIEDMAN, David. «Hidden...». Op. cit. p. 265.
[37] SHAVELL, Steven. Op. cit. p.2.

debajo del precio cobrado, no podrán usarlo aun cuando sería deseable que lo hicieran, ya que ello no le significa un costo a nadie[38]. Siguiendo con el ejemplo anterior, si la empresa que ganó la privatización del tramo Lima – Ica de la carretera Panamericana decide cobrar S/. 50 por el uso de la vía, todas las personas que valoran el uso del bien en un monto menor a dicha cifra, dejarán de utilizarlo, aun cuando es deseable que lo hagan todos aquellos individuos que le asignen un valor cualquiera por encima de cero[39].

Como hemos visto, la propiedad privada no siempre genera ventajas. En el caso concreto de los bienes públicos la asignación de derechos de propiedad privada es manifiestamente ineficiente.

4.Bienes públicos: ¿qué sucede si son de propiedad pública?

En primer lugar, como señalamos en el punto anterior, si se trata de bienes cuyos costos de exclusión son elevados, no tiene sentido que sean de propiedad privada y, más bien, serán casi forzosamente de propiedad pública.

Por otro lado, en caso pueda superarse el problema de los costos de exclusión, como ya hemos mencionado, lo más conveniente será que el bien sea de acceso público. En la medida que no tiene consumo rival, no existe razón para excluir a algún individuo de su aprovechamiento.

Por ello, podemos concluir que, si bien cuando se trata de bienes privados lo más conveniente es asignar derechos de propiedad privada, cuando se trate de bienes públicos será necesario asignar derechos de propiedad pública sobre ellos.

Podemos resumir las conclusiones de esta primera parte en el siguiente cuadro:

	¿Productor?	¿Propiedad?
Bien Priv	Mercado	Privada
Bien Públ	Estado, sólo si no puede el Mercado[40]	Pública

SEGUNDA PARTE: EL SERVICIO DE JUSTICIA. CUÁNDO EL MERCADO Y CUÁNDO EL ESTADO

I. EL SERVICIO DE JUSTICIA: ¿BIEN PÚBLICO O PRIVADO?

A pesar de que tanto la teoría como la misma realidad nos demuestran los problemas que ocasiona la prestación de servicios por el Estado y la conveniencia de un sistema que asigne derechos de propiedad privada sobre bienes privados y derechos de propiedad pública para bienes públicos, son todavía numerosos los casos en que sucede exactamente lo contrario.

El caso del servicio de justicia es un buen referente de los tantos mitos existentes sobre las bondades de la intervención estatal. Desde tiempos inmemoriales, propios y ajenos creen que el servicio de justicia debe ser de propiedad pública e íntegramente brindado por el Estado. Nadie se atreve a cuestionar la validez o vigencia del mito, y éste sobrevive día tras día, con el riesgo de volverse como el vino, a más viejo, mejor. La única justificación que podríamos encontrar para ello es que se tratase, en su totalidad, de un bien público.

Como veremos, la justicia en algunos casos es un bien privado y en otros uno público, por lo que no tiene sentido alguno otorgarle al Estado el absoluto monopolio del servicio de justicia, ni asignar sobre todo él un derecho de propiedad pública.

1. La justicia como un bien privado

Cuando un juez soluciona, por ejemplo, un problema contractual sobre la titularidad de un bien, la justicia que imparte es un bien privado. La resolución que determine quién es su propietario solamente beneficiará a las partes involucradas e individuos adicionales se verán impedidos de beneficiarse de ella. Asimismo, para que nuevos sujetos resuelvan sus propios conflictos y se beneficien del servicio de justicia, será necesario incurrir en una serie de costos. Por ejemplo, llega un punto en el que será necesario aumentar el número de funcionarios judiciales (así como el número de oficinas, computadoras o papel). Por otro lado, cada vez que un nuevo

[38] Salvo algunos costos no significativos como el desgaste de la pista.

[39] SHAVELL, Steven. Op. cit.

[40] Siempre y cuando, como señalamos anteriormente, exista evidencia empírica de que la generación del bien, menos los costos que supone la intervención estatal, importará un beneficio material considerablemente mayor que los aportes efectuados por los contribuyentes. De no ser así, será mejor que el bien sencillamente no se produzca o sea producido ineficientemente por el mercado.

individuo ingresa al servicio de justicia genera externalidades negativas en sus demás usuarios, pues el incremento de la carga procesal elevará el tiempo en el que se resuelvan sus conflictos. En vista de ello, queda claro que, en este caso, la justicia impartida tiene la primera característica de los bienes privados, es decir, consumo rival.

Los costos de exclusión, por su parte, son bastante bajos. Ello, en la medida que los que se beneficiarán con la resolución sobre la titularidad del bien de nuestro ejemplo solamente serán las partes del proceso, no siendo necesario invertir recursos para excluir a terceros de sus beneficios. Así, la justicia para este caso cumple con las dos características de los bienes privados.

No obstante ello, tenemos que reconocer que una eficiente prestación del servicio de justicia genera una serie de externalidades positivas por las que es imposible cobrar un precio. Por ejemplo, el hecho de que mediante un procedimiento judicial se obligue a X a respetar el derecho de propiedad de Y, beneficia a Z quien no fue parte del proceso, en la medida en que, por ejemplo, el día de mañana podrá contratar con Y sobre tal derecho. Asimismo, el progreso económico logrado por la existencia de un eficiente servicio de justicia beneficia a toda la población, incluso a aquellos que nunca han hecho uso de él. Por ello, alguien podría sostener que el servicio de justicia tiene algún rasgo de bien público, dado que no se puede cobrar a los individuos por dichos beneficios, lo que llevaría a que el mercado lo produzca en menor medida a su valoración social.

Sin embargo, hay dos detalles que debemos recordar. En primer lugar, como señalamos, prácticamente ningún bien es completamente público ni absolutamente privado. Más bien tenemos que analizar a qué modelo teórico se acerca más para saber si es conveniente asignar derechos de propiedad privada o pública y si es conveniente la intervención estatal. De lo contrario, tendríamos que aceptar, por ejemplo, el absurdo de que la comida fuese de propiedad pública y provista por el Estado, pues una población mejor alimentada también aumenta la posibilidad de un mayor nivel de producción y crecimiento económico, lo que al final beneficia a todos.

Por otro lado, aun cuando fuese cierto que el mercado no proveería el nivel adecuado de este servicio, no hay nada que asegure que el Estado sí lo va a hacer. Así como el mercado no tiene un mecanismo para captar las preferencias de los individuos en el caso de los bienes públicos (dado que no funciona el sistema de precios), el Estado tampoco tiene una bola mágica de cristal que le permita descubrirlas. Por ello, nada nos garantizaría que sí produciría el nivel eficiente de este bien. De hecho, cuando no existe un mercado como referencia y cuando hablamos de un Estado sin recursos como el peruano, lo más probable es que se produzca en un menor nivel que el que produciría el mercado.

En vista de todo ello, en casos como el de nuestro ejemplo, no existe ninguna razón ni para encargar la provisión de justicia al Estado, ni para asignar sobre dicho bien un derecho de propiedad pública. Y esto mismo sucede con toda una serie de conflictos como los contractuales, los de responsabilidad civil, los societarios, los de familia, los laborales, etc. En todos los conflictos en los que identifiquemos que la impartición de justicia tiene las características de bienes privados, la presencia estatal y la propiedad pública son un sin sentido. Atentar contra esta lógica, como vimos anteriormente, no implica más que condenar al servicio de justicia a la ineficiencia gubernamental y a la tragedia de los comunes, donde a la larga toda la sociedad, en su conjunto, pierde.

2. La justicia como un bien público

Existen dos aspectos del servicio de justicia que, por sus propias características, son más parecidos a un bien público y que, por lo tanto, deberían permanecer bajo un esquema de propiedad pública y ser provistos por el Estado.

El primero de ellos, las resoluciones sobre materia penal, claramente presenta consumo no rival y altísimos costos de exclusión. Digamos que las fuerzas armadas norteamericanas apresan a Osama Bin Laden y lo entregan a una corte penal para su juzgamiento. Los beneficios que genere el servicio de justicia al juzgar y condenar a tamaño felón podrán ser disfrutados por un número considerablemente alto de personas (de hecho, por casi toda la humanidad), y parece ser bastante evidente que puede incluirse personas adicionales al grupo de beneficiarios, sin que ello importe costo alguno. Esto quiere decir que no existe rivalidad en el consumo del bien. Por otro lado, parece tremendamente improbable excluir a algún individuo de los beneficios que supone el juzgamiento de Bin Laden. En consecuencia, la justicia penal impartida en este caso tiene altos costos de exclusión.

El segundo aspecto del servicio de justicia que presenta rasgos propios de un bien público es la predictibilidad de las decisiones judiciales, algo que ayuda a incrementar la seguridad jurídica de un país.

La predictibilidad, que es la manifestación de la racionalidad de un sistema de justicia, genera grandes beneficios a todos los habitantes de un país, porque crea un clima de confianza institucional que promueve las inversiones, agiliza la solución de conflictos y reduce los costos de transacción en un enorme número de operaciones contractuales y extra contractuales. Estos beneficios, evidentemente, no tienen rivalidad en su consumo. Asimismo, no imaginamos cómo podría excluirse a los no compradores de los beneficios descritos en el párrafo anterior, por lo que es clara la presencia de altos costos de exclusión.

Por estas razones resulta que el sistema penal y la predictibilidad de las resoluciones, en tanto bienes públicos, deben ser generados por el Estado, pues, por las razones explicadas, no los generará el mercado.

II. ¿CÓMO SERÍA UN SISTEMA DE JUSTICIA PRODUCIDO POR EL MERCADO?

En el esquema que proponemos, el servicio de justicia se compondría de la siguiente manera:

a) Corte Suprema: No funcionaría como una instancia adicional, sino que se dedicaría a sentar precedentes de observancia obligatoria, haciendo uso del poder de *certiorari*; es decir, tendría el poder de seleccionar los casos que considere de mayor importancia y mediante los cuales busque sentar este tipo de precedentes. Sería un órgano financiado y administrado por el Estado por dos razones. En primer lugar, para generar el bien público que anteriormente denominamos predictibilidad de las resoluciones[41]. En segundo lugar, porque para garantizar la separación de poderes y la vigencia del Estado de Derecho es necesario que el gobierno no dé en concesión este servicio.

b) Primera y segunda instancia: Todo lo que actualmente constituye la primera y segunda instancia judiciales desaparecería[42]. En su lugar, los conflictos serían resueltos por figuras similares a los que ahora conocemos como árbitros privados[43]. Cualquier individuo (sea o no abogado) tendría la posibilidad de ofrecer su servicio como árbitro y lo prestaría tal como lo hacen ahora dentro del sistema arbitral privado.

Cada árbitro o centro arbitral tendría la posibilidad de cobrar el precio que desee por sus servicios. De hecho, en la práctica, ellos no serían los que fijarían el precio, sino la misma competencia, pues tendrían que bajar sus tarifas para poder competir por clientela. De igual manera, así como existiría competencia por precio, se generaría competencia por calidad, donde los individuos podrían elegir entre árbitros de mayor o menor prestigio, que brinden una calidad de servicio distinta.

c) Justicia penal: Como señalamos, la justicia penal es en la mayoría de los casos un bien público, por lo que no sería generada por el mercado. Por ello, el Estado tendría que financiar la existencia de un Ministerio Público que se dedique a investigar y denunciar los ilícitos penales. La concesión de dicha entidad sería entregada a una entidad privada[44]. Los procesos se tramitarían ante los tribunales que describimos en el siguiente punto.

d) Cuando no exista convenio arbitral: En este supuesto (por ejemplo, los casos de responsabilidad civil extra-contractual o los procesos penales), existe un complicado problema de selección adversa. Si sólo una parte fija la competencia del árbitro o tribunal, lo más probable es que lo haga en claro perjuicio de la otra parte. El individuo que escoja puede ir donde un tribunal parcializado

---

[41] Nuestro esquema supone que no exista un Tribunal Constitucional y que el control de constitucionalidad sólo sea difuso.

[42] De hecho, dependiendo del centro arbitral escogido, los individuos podrían decidir a cuántas instancias desean someterse.

[43] Los que, hoy en día, funcionan mejor que el Poder Judicial. La mejor prueba de ello es que desde que cobró prestigio el fuero arbitral, para todas las transacciones importantes que se celebran (incluyendo aquellas en que participa el propio Estado peruano), se pacta una cláusula arbitral.

[44] Esta figura, en alguna medida, ya viene siendo utilizada en la práctica. El Estado, cuando se trata de investigar y denunciar crímenes de alta importancia, no acude a los fiscales estatales, sino que contrata a privados para que hagan las veces de fiscales. El ejemplo más conocido es el caso del procurador José Ugaz, contratado para investigar los crímenes cometidos por la mafia fujimontesinista.

o, si sabe que no tiene cómo ganar, acudir a un tribunal conocido por su lentitud y baja calidad de los fallos. Por ello, sería necesario implementar un sistema en el que se limite la posibilidad de que una parte fije la competencia de manera adversa a la otra, sin llegar al extremo de conceder un monopolio de este servicio a una sola entidad, eliminando con ello los beneficios de la competencia.

Creemos que una posibilidad sería establecer barreras de entrada para los particulares que busquen brindar el servicio de justicia en casos donde no existe convenio arbitral. Brindar servicio de justicia en estos casos sólo sería posible si se cuenta con una licencia estatal, otorgada a empresas que cuenten con certificación de un sistema de gestión de la calidad reconocido mundialmente (por ejemplo, el ISO 9000, como tienen algunos organismos de INDECOPI), que acredite una elevada calidad de su servicio. Asimismo, una ley regularía ciertos aspectos de competencia territorial, para evitar que quien fija la competencia no lo haga en un lugar en el cual le sea imposible acudir a la otra parte. De esta forma, el demandante o denunciante solamente podría escoger entre unas cuantas entidades cuyo alto nivel de servicio es patente, reduciéndose con ello el problema de selección adversa, sin eliminar los beneficios de la competencia. Como es evidente, siempre existiría la posibilidad de que las partes acuerden, posteriormente, llevar al conflicto al tribunal de su preferencia.

e) El uso de la fuerza pública: Con respecto a ella, los árbitros y tribunales tendrían las mismas facultades que actualmente tienen los jueces, aunque sería deseable que, para evitar una serie de abusos (que, por otro lado, también se producen hoy en día con los propios jueces estatales), se exija la presencia de fedatarios para cada caso de uso de la misma. Asimismo, sería necesario crear fuertes reglas de responsabilidad civil y penal para sancionar el uso negligente o deshonesto de los medios de fuerza pública y, en general, de la función arbitral y notarial.

f) Órgano de resolución de conflictos arbitrales: Un ente estatal –que sería entregado en concesión a una institución privada– sería encargado únicamente de resolver ciertos conflictos muy específicos, que son aquellos en que los árbitros y tribunales son una parte en el conflicto. Nos referimos a: i) los conflictos de competencia y las recusaciones que puedan presentarse contra los árbitros y tribunales; ii) las demandas de responsabilidad civil y penal interpuestas contra árbitros y tribunales; y iii) las demandas de nulidad de resoluciones arbitrales. La justicia impartida por este ente estatal es un bien privado; sin embargo, para que los privados pudiesen crear esta entidad sería necesaria la celebración de un contrato en el que participen todos los árbitros y potenciales litigantes, lo cual, como es evidente, es imposible. Al ser tan elevados los costos de transacción, lo eficiente es que el Estado promueva esta entidad.

g) Entidad licenciadora: Esta entidad estatal sería la encargada de otorgar las licencias para brindar servicio de justicia en caso no exista convenio arbitral. Asimismo, se encargaría de dar en concesión el Ministerio Público y el órgano de resolución de conflictos arbitrales.

Así como éstas, hay toda una larga lista de cuestiones prácticas que deberían ser reguladas o que, posiblemente, podrían ser reguladas de manera distinta. Sin embargo, la idea de este trabajo no es diseñar por completo el sistema privado de justicia, sino más bien presentar las razones de fondo por las que no se justifica que éste sea íntegramente prestado por el Estado en desmedro de los privados.

III. SERVICIO DE JUSTICIA PÚBLICO VS. SERVICIO DE JUSTICIA PRIVADO

En este punto, presentamos un esquema comparativo entre el actual servicio de justicia estatal y el esquema propuesto, aplicando los planteamientos desarrollados en la primera parte.

Veremos cómo el escenario que proponemos no sólo generaría los beneficios que describimos en las siguientes páginas, sino también uno muy importante: auténtica justicia. Hoy en día, debido a las tremendas ineficiencias del Poder Judicial, en la práctica casi todos sus usuarios terminan recurriendo a bienes sustitutos de la justicia formal, tales como la justicia por mano propia o las coimas y prebendas.

Un método de justicia como el que planteamos permitiría un servicio más barato y eficiente, lo que supondría además incorporar a todos los individuos (y sus recursos) que utilizan la «justicia informal» a un sistema de solución de conflictos acorde con los ideales que inspiran un verdadero Estado de Derecho.

1. El problema de la sobre explotación

Como señalamos anteriormente, la consecuencia de asignar derechos de propiedad pública sobre bienes privados es nefasta. El caso de las vías públicas es ejemplar. Cada automovilista asume todos los beneficios de que su vehículo ingrese a un camino público; sin embargo, el costo derivado de la congestión que contribuye a ocasionar se reparte entre todos los automovilistas. Llega un punto en el cual el costo social de que un automóvil adicional ingrese a la autopista es mayor que el beneficio social que ello implica. No obstante, como los costos y beneficios no son internalizados por un mismo individuo, los automovilistas seguirán ingresando y el costo social seguirá incrementándose. Claramente, una situación en la que, en el agregado, es más lo que pierden los individuos que lo que ganan[45].

Lo mismo que con las autopistas ocurre cuando el ingreso al servicio de justicia es prácticamente gratuito. Sabemos que uno de los principales problemas del Poder Judicial es la poca rapidez con la que resuelven las demandas de los que acuden a él. Cada demanda que ingresa al servicio de justicia aumenta la carga procesal que éste soporta y vuelve más lenta la resolución de cada conflicto, lo cual genera un enorme costo a cada uno de los usuarios de dicho servicio. Así como en el caso de las vías públicas, llega un momento en el que el ingreso de un usuario adicional generará un costo social mayor al beneficio social que su ingreso implica. Sin embargo, el hecho de que un bien sea, en buena parte, de acceso abierto al público y que, por tanto, todos los costos y beneficios no sean internalizados por un mismo individuo, determina que el servicio de justicia se utilice más allá del nivel deseado.

Sólo de manera referencial, podemos analizar algunas cifras. Al 31 de marzo del 2003, el 84% del presupuesto del Poder Judicial provenía del presupuesto nacional, mientras que sólo el 15.1% de su financiamiento es asumido por los usuarios[46]. En 1999, solamente en el Distrito Judicial de Lima, 12,709 personas ingresaron al servicio de justicia sin pagar tasas judiciales y haciendo uso de defensores de oficio (defensa subvencionada por el Estado) e imponiendo una serie de costos que pagan todos los demás usuarios del servicio[47]. Lo más sorprendente es que, estadísticamente, en el 95% de los casos en los que se brinda auxilio judicial, la información sobre la situación económica del individuo no se verifica, en gran medida debido a que no existe una oficina especializada para ello[48].

Por otro lado, para hacernos una idea del nivel de sobrecarga procesal que soporta el actual sistema de justicia, habría que tener en cuenta que solamente en el año 1997, la carga aumentó en un 23% (de 1'328,965 casos a 1'724,845 casos), existiendo al año 2001 una brecha entre la carga procesal y la resolución de casos de casi 50%[49]. Ello lleva a que en nuestro país la duración de un proceso penal ordinario de reo libre que termina en la Corte Suprema sea de 923.50 días aproximadamente, mientras que en el caso de un procedimiento sumario, irónicamente, llegue a ser de 995 días[50]. El caso de los procesos de amparo es igual de dramático, pues sólo en la segunda instancia el procedimiento dura un promedio de 104.06 días, mientras que ante el Tribunal Constitucional el 66% de casos dura entre 180 y 360 días[51].

[45] Los costos que implica la congestión vehicular no son cosa despreciable. Algunas ciudades como Bangkok ostentan vías cuya velocidad de circulación en las horas pico es de 3.2 kilómetros por hora, lo que supone un enorme costo de tiempo para los automovilistas. En 1999, un estudio del Texas Transportation Institute estimó que anualmente, tan sólo en desperdicio de combustible y costos operativos en 68 distritos urbanos, la congestión vehicular genera una pérdida de setenta y dos mil millones de dólares. En la ciudad de Los Ángeles, por su parte, se estima que el tiempo de viaje en sus autopistas de 10 carriles aumentará en un 50% en los próximos 20 años. La creación de esquemas en los que se establece alguna forma de derecho de propiedad privada sobre las vías de tránsito para solucionar este creciente problema no es una novedad. Desde el 17 de febrero del presente año, Ken Livingstone, el alcalde de Londres, introdujo un sistema de 700 video-cámaras que escanean las licencias de los automovilistas que entran al centro de Londres entre las 7:30 a.m. y las 6:30 p.m. en días laborables. A dichos individuos se les cobra ocho dólares, destinados a internalizar las externalidades que cada automovilista impone en el resto, los cuales pueden ser pagados telefónicamente, por internet o en determinados establecimientos. El resultado fue todo un éxito: el tránsito se redujo en un tercio y el tiempo de viaje a la mitad, creando incentivos para que los individuos utilicen el transporte público en vez del congestionante transporte privado. Sistemas similares que han logrado resultados comparables existen desde hace buen tiempo en ciudades como Roma, Singapur, Oslo, Bergen y Trondheim. Ver: «Congestion charging. Ken Livingstone´s gamble» En: The Economist. Volumen 366, No. 8311, 15 de febrero de 2003, p. 51. También ver: «Road pricing. Ken leads the charge» En: The economist. Volumen 366, No. 8312, 22 de febrero de 2003, p. 52.

[46] Fuente: página web del Poder Judicial, www.pj.gob.pe.

[47] «Acceso a la justicia y defensoría del pueblo». Lima, Comisión Andina de Juristas, 2001. p. 96.

[48] Ibid. p. 252.

[49] Ibid. p. 169.

[50] Ibid. p. 181.

[51] Ibid. p. 181.

Ello, como es evidente, no sucedería en el escenario que proponemos. Dado que se establecería un esquema de propiedad privada sobre la mayor parte del servicio de justicia, sus proveedores y usuarios internalizarían individualmente los costos y beneficios de su utilización, y solamente se utilizaría al nivel socialmente deseable. Entonces, el primer beneficio que implicaría la existencia del esquema que proponemos es la utilización del servicio de justicia a un nivel adecuado, evitando de esta manera una carga procesal excesiva.

2. Los costos de aplicar el derecho

Llega un momento en que los costos de aplicar de manera efectiva el derecho son mayores que sus beneficios. Para excluir a otros del uso de un bien, por ejemplo, podemos incurrir en una serie de costos, que deberían siempre ser menores al valor subjetivo que le asignamos a este bien. Por ejemplo, si somos propietarios de un automóvil, es bastante probable que decidamos incurrir en los costos de comprar una alarma, alquilar una cochera, o incluso contratar a un vigilante para efectos de excluir a los no propietarios del uso del bien. Sin embargo, si se trata de un antiguo Volkswagen Escarabajo del año 1974, es bastante improbable que decidamos comprarle un sistema de ubicación satelital, pues el costo será bastante mayor que el beneficio que nos genera el uso del carro.

Así, aplicar el derecho en la práctica tiene una serie de costos, que se traducen en la compra de una cerradura, la contratación de un vigilante, la generación de un sistema de policía o el recurrir al servicio de justicia[52]. Siempre que los costos sean menores que los beneficios que implica la aplicación efectiva del derecho, será deseable que se incurra en aquellos para lograr la vigencia de éste. El caso contrario es por lo demás absurdo. Aplicar el derecho cuando los costos de su aplicación son mayores que los beneficios, equivale a decir que usted pagaría mil dólares a un detective privado para que encuentre el reloj que le fue robado y cuyo valor no supera los veinte dólares

De la misma forma, llega un punto en el que utilizar el servicio de justicia para la aplicación efectiva del derecho tiene costos mayores a sus beneficios. Por ejemplo, imagine usted que interpone una demanda por la suma de quinientos soles y que se puede determinar que el costo del funcionamiento del servicio de justicia para efectos de resolver su demanda es de seiscientos soles. Queda claro que no conviene invertir seiscientos para recuperar cien; sin embargo, si el servicio de justicia es gratuito o no le cobra el real costo de su funcionamiento, es altamente probable que usted presente su demanda, porque internalizará todos los beneficios, pero sólo parte de los costos. Si bien usted gana, la sociedad en su conjunto pierde.

Este problema no se presentaría en el esquema propuesto. En este escenario, no existiría un subsidio estatal que distorsione el verdadero precio de dicho servicio, por lo que las partes tendrían que asumir todos los costos de su funcionamiento. De esta forma, al internalizar en ellas todos los costos y beneficios de la aplicación del derecho mediante la intervención del sistema de justicia, éste solamente se utilizará en aquellos supuestos en los que su uso implique beneficios sociales mayores a los costos sociales generados.

3. Los incentivos de los funcionarios y los beneficios de la competencia

¿Qué incentivos tienen los funcionarios públicos, como los jueces o la burocracia judicial? Pues los peores. Las consecuencias de sus actos, ya sean positivas o negativas, no son asumidas por ellos. Si no brindan un buen servicio, los afectados serán las partes, pues ellos seguirán recibiendo su sueldo por parte del Estado. Este mismo salario es el que recibirán si hacen un excelente trabajo, con lo cual no tienen incentivos para elevar su calidad. Esta situación se complica si tenemos en cuenta que el Estado peruano no tiene los recursos necesarios para crear un sistema adecuado de incentivos, ni un sistema de contraloría eficiente para sancionar a los ineficientes.

Adicionalmente, la estabilidad de la que gozan los jueces como medio de defensa ante presiones políticas crea en ellos una serie de incentivos perversos. A diferencia de un trabajador cualquiera que puede ser despedido si realiza un trabajo deficiente, es mucho más difícil remover a un juez. Debido a ello, el juez tiene menos incentivos que un trabajador cualquiera para realizar un trabajo adecuado, puesto que es más difícil que pierda su trabajo.

[52] Así como un vigilante es un mecanismo para asegurar que se respete el derecho de propiedad que tengo sobre mi casa, el servicio de justicia es un mecanismo más caro para asegurar que se respeten toda una serie de derechos que tenemos según las leyes.

Ello se complica más si tenemos en cuenta que al tener el Estado, prácticamente, el monopolio del servicio de justicia, los ciudadanos que consideran que no reciben un trato adecuado no tienen otra vía a la cual acudir. Por ello, podría decirse que los jueces tienen una suerte de «mercado cautivo» que no podrá dejar de consumir sus servicios si es que no se encuentra enteramente satisfecho con ellos.

Estos problemas no se presentarían en nuestro esquema. Los árbitros internalizarían las consecuencias de su trabajo. Si realizan un trabajo impecable, el mercado los premiará demandando más sus servicios. Si realizan un trabajo deficiente, el mercado los sancionará no recurriendo a ellos.

Asimismo, es posible que en este escenario exista menos corrupción. Si la reputación de un juez estatal decae, el juez estatal sabe que su costo no es muy elevado (salvo que sea un individuo para quien su reputación sea algo sumamente preciado), pues a menos que se le logre probar la comisión de un acto de corrupción, no perderá su empleo. De hecho, el mercado no podrá sancionarlo, pues el Estado tiene el monopolio del servicio de justicia y a los individuos no les quedará más que volver a recurrir al mismo juez. Por ello, que la reputación de un juez estatal caiga no suele constituir incentivo suficiente para que empiece a realizar un trabajo adecuado y honesto[53]. En cambio, los tribunales privados vivirían de su reputación, en la medida en que si el público se entera que un árbitro tiene fama de corrupto no recurrirán a él, sino a algún otro competidor[54].

En efecto, en el esquema que proponemos, la posibilidad de que un gobierno corrupto como el de Fujimori tome el control del servicio de justicia se reduce drásticamente. Mientras que para controlar al Poder Judicial a Fujimori y Montesinos les bastó sembrar la provisionalidad en la magistratura y contar con algunas personas de confianza (vocales, jueces y miembros de la Comisión Ejecutiva del Poder Judicial) dentro del servicio de justicia, en el sistema propuesto hubiesen tenido que corromper directamente a cuanto árbitro existiese en el mercado. Ello, como es evidente, hubiera vuelto tanto más difícil el surgimiento de la red de corrupción más nefasta y organizada de nuestra historia. Por otro lado, la enorme competencia traería toda otra serie de beneficios. En primer lugar, permitiría que se equilibre la oferta de justicia con la enorme demanda existente. A todos nos queda claro que en la actualidad el Estado no se da abasto para atender la enorme necesidad de solución de conflictos. En un esquema de justicia privada, la oferta de justicia sencillamente respondería a la demanda existente[55].

En segundo lugar, nos encontraríamos con precios y calidades para todos los gustos. No todos los individuos se encuentran dispuestos a pagar lo mismo por el servicio de resolución de conflictos. Por ello, surgirían árbitros o instituciones que brinden el servicio de justicia a distintos precios y calidades. Así, quien se encuentre dispuesto a pagar una sustanciosa suma por un servicio de altísima calidad se encontrará en la posibilidad de hacerlo; de otro lado, quien prefiera acudir a una institución que le cobre un precio más cómodo también tendrá dicha opción. Hoy en día, bajo el esquema de justicia estatal, todos nos vemos condenados a recibir la misma calidad de servicio (que además es terriblemente deficiente) y no podemos escoger el precio que estamos dispuestos a pagar.

En tercer lugar, la competencia entre centros arbitrales generaría incentivos para que estos brinden cada vez un mejor servicio a un menor precio, al ser ésta la manera de captar clientes para su negocio. Adicionalmente, las empresas que gestionan las entidades estatales entregadas en concesión tienen incentivos similares, que también son mejores que los que tienen los actuales funcionarios

[53] La poca influencia que tiene la pérdida de buena reputación de los funcionarios judiciales en la calidad de su trabajo se ve corroborada por las cifras. Durante los últimos 15 años ha existido entre 70% y 80% de desaprobación y desconfianza en el Poder Judicial; sin embargo, ello no ha contribuido en lo más mínimo a que se preocupen por brindar un servicio más honesto y de mayor nivel. «Acceso a la justicia...» Op. cit. p. 167.

[54] Este mismo fenómeno se observa actualmente con las empresas que se dedican a la auditoría. El negocio de estas empresas descansa en gran medida en mantener una reputación impecable y el mejor ejemplo de cómo son sancionadas por el mercado es el caso de Andersen. A pesar de ser una de las primeras auditoras del mundo y de brindar un servicio sumamente eficiente, cuando se revelaron los malos manejos contables que existieron en la auditoría de Enron, la famosa auditora quebró a lo largo del mundo. La fiscalización por parte del mercado, además, permitiría un considerable ahorro de los contribuyentes que ven cómo sus recursos se desperdician en poco eficientes sistemas de contraloría estatal.

[55] Esto último sería completamente cierto en los casos en los que se puede pactar un convenio arbitral, mas no es completamente alcanzable en los demás casos, por la necesidad de establecer las barreras de acceso descritas. Sin embargo, la capacidad de inversión privada hace previsible que en este esquema se alcance un punto más cercano al de equilibrio entre demanda y oferta de justicia que el que existe actualmente.

públicos. Ello, en la medida que si no brindan un servicio adecuado, pueden perder la concesión.

Por último, la suerte del servicio de justicia no se encontraría sujeta a las decisiones de los políticos y a los perversos incentivos que estos tienen y que explicamos en la primera parte.

IV. POR QUÉ NO DEBEN COEXISTIR LA JUSTICIA PÚBLICA Y LA JUSTICIA PRIVADA

A este punto, quizás se haya preguntado por qué no permitimos que el servicio de justicia sea producido tanto por el Estado como por particulares, tal como sucede en la actualidad. Hoy en día, para un buen número de supuestos, cualquier individuo tiene la posibilidad de acceder al Poder Judicial o de recurrir a un tribunal arbitral privado para que resuelva su conflicto.

Ello, sin embargo, genera una serie de problemas. En primer lugar, en el caso del servicio de justicia público, subsisten todos los problemas que mencionamos líneas arriba. En segundo lugar, el hecho de que el Poder Judicial se financie en parte mediante el cobro de una tasa por sus servicios y en otra mediante un subsidio estatal proveniente de nuestros impuestos, distorsiona las preferencias de los individuos y las elecciones que estos realizan. Expliquemos esto mediante un ejemplo.

Asumamos que el costo de llevar a cabo un proceso judicial es de 6 y el de llevar a cabo un proceso arbitral es de 4. Asumamos también que el servicio que ambos brindan es de la misma calidad (por lo que solamente existe competencia por precio) y que el subsidio estatal al Poder Judicial es de 3, con lo que el individuo que accede a él solamente asume la mitad del costo.

En este escenario, lo deseable sería que cada individuo escogiera el servicio más barato, pues ello implicaría un mayor bienestar individual y un mayor bienestar social. Sin embargo, debido al subsidio, el precio del servicio estatal es de 3, mientras que el del servicio privado es de 4, por lo que el individuo (que solamente asume parte del costo), termina escogiendo el servicio más caro, lo cual es claramente ineficiente y, en el agregado, termina perjudicando a toda la sociedad. Nuevamente, tenemos una situación similar a la de la tragedia de los comunes, pues, al no internalizar en cada individuo todos los costos de su actuación, se llega a una situación de pérdida social.

V. LOS BENEFICIOS A LA ECONOMÍA

Como hemos visto, existen fuertes razones para pensar que el sistema que proponemos generaría mayores beneficios que el actual sistema de justicia. Por un lado, la sola inexistencia de gran parte del servicio de justicia estatal implicaría un enorme ahorro para el fisco, que podría destinar dichos recursos para generar bienes públicos necesarios. Por otro lado, la competencia y los incentivos que existirían permitirían que se brinde un servicio más eficiente, diverso, barato y honesto, que el Estado ha demostrado no encontrarse en capacidad de prestar.

Todo ello, como es evidente, tendría un importante impacto en la economía en general, en la medida que implicaría mayor seguridad jurídica, mayor solidez del Estado de Derecho, mayor respeto de los derechos de propiedad y mayor eficacia de las reglas de responsabilidad. Estos, indiscutiblemente, son los principales ingredientes de la receta del crecimiento económico y de la atracción de inversión hacia el país.

De acuerdo al *Economic Freedom of the World Annual Report* del año 2002, la seguridad jurídica y la clara definición de derechos de propiedad lograda a través de un servicio de justicia independiente y eficiente, son uno de los principales motores del desarrollo. De hecho, este informe muestra cómo los países que consiguen de manera más certera estos objetivos, son los que han logrado un mayor desarrollo económico. En el ranking de este rubro, Australia se ubica en el número tres de lista con una calificación de 9.5 sobre 10, Dinamarca en el segundo lugar con una calificación similar y los Países Bajos en el primer lugar con una calificación de 9.6. Por su parte, El Reino Unido se encuentra en el puesto 6, Estados Unidos en el puesto 7 y Canadá en el puesto 8. Perú, por su parte, se encuentra en el puesto 95, con una puntuación de 3.9, después de China, Nicaragua, Sri Lanka y antes de Venezuela, Nigeria y Madagascar. Al final de lista (pero no muy lejos) se encuentran países como La República del Congo, Algeria y Bangladesh.

La evidencia empírica de que un mejor servicio de justicia implica un mayor nivel de desarrollo económico es contundente. Un esquema que permite gozar de un servicio de justicia más eficiente y honesto, como el que nosotros proponemos, indudablemente tiene enormes repercusiones positivas en el desarrollo económico del país y en el bienestar de los individuos en general.

Sin embargo, a pesar de todos los beneficios que probadamente traería un sistema de justicia como el que proponemos en este trabajo, no podemos soslayar un problema central del mismo. Sabemos que, en un país pobre como el nuestro, es altamente probable que, por más que existan árbitros y tribunales de distintos precios y calidades, siempre habrá un sector de la población que, debido a sus escasísimos recursos, se vería imposibilitado de recurrir al servicio de justicia (incluso al más barato y elemental). En principio, somos de la opinión que no debería existir un subsidio estatal para estos individuos, en la medida que ésta, como cualquier política de redistribución de la riqueza, retrasa el desarrollo económico y, a la larga, termina condenando a más individuos a la pobreza que los que intentó ayudar[56]. Además, tal subsidio estatal implicaría nuevamente asignar, en buena medida, derechos de propiedad pública sobre bienes privados.

Por otro lado, incluso aquellos sujetos que no contaran con recursos para acceder al servicio de justicia privado se verían beneficiados, en la medida en que el desarrollo generado les ofrecería mayores posibilidades de conseguir un mejor empleo, de acceder al crédito, y de consumir productos de mayor calidad y menor precio.No obstante ello, creemos que si no se quisiera renunciar al subsidio a los individuos de escasos recursos, una agencia gubernamental podría encargarse de seleccionar como destinatarios del subsidio solamente a aquellas personas que se encuentren en una situación de pobreza extrema. A tales individuos les sería asignado una especie de bono que les permitiría acudir al tribunal arbitral de su preferencia.

CONCLUSIÓN

Es interesante someter nuestras creencias y convicciones a interrogatorios racionales. En ocasiones, ése puede ser el mejor medio para develar mitos insospechados y, quién sabe, hasta evitar tragedias innecesarias, como la ejecución de veinte personas acusadas de brujería por una camarilla de niñas alteradas.

En el caso del servicio de justicia, parece quedar bastante claro que no sólo existen argumentos considerables para que no lo preste íntegramente el Estado, sino que además bajo un esquema de mercado y competencia se generaría un beneficio social importante. El hecho de que el servicio de justicia sea público desde hace unos buenos siglos –y además de manera simultánea en prácticamente todo el mundo– no es un argumento lo suficientemente fuerte como para elevarlo a la calidad de dogma y no cuestionarlo; es solamente anecdótico.

Abandonemos, pues, la creencia de que el servicio de justicia tiene que ser prestado íntegramente por el Estado. No seamos presa fácil de condicionamientos enajenantes ni de argumentos que no resisten el menor embate de la razón. Y si, al final del día, usted discrepa con nuestro planteamiento, sólo le pediremos un último esfuerzo: no convierta este trabajo en una bruja de Salem.

[56] Para una exposición de por qué es injusta, económicamente ineficiente y contraproducente para los pobres la distribución de la riqueza ver: PASQUEL, Enrique y Gerardo SOLÍS. «La falaz leyenda de Robin Hood. Los dilemas económicos y filosóficos de la redistribución de la riqueza».

EL REAL ALMUERZO GRATIS: MERCADOS Y PROPIEDAD PRIVADA*

Milton Friedman

Premio Nobel de Economía

No hay lugar a duda que junto con F.A. Hayek, Milton Friedman fue el economista político más influyente del siglo XX. En el presente discurso pronunciado en las oficinas de uno de los principales *think tanks* libertarios del mundo -el Cato Institute- Friedman nos ofrece su visión sobre cómo es que el rol del mercado político, la actividad estatal, ha ido creciendo a pesar de sus sucesivos fracasos, mientras que se le ha restado importancia al mercado económico, que ha sido el principal motor del desarrollo humano en las últimas décadas.

Friedman también explica, mediante ejemplos de la realidad norteamericana, cómo es que la intervención estatal ha contribuido a profundizar los problemas más graves de los Estados Unidos, los problemas sociales. Asimismo, analiza los cambios institucionales que pueden lograrse para modificar los incentivos bajo los que funcionan los representantes de la ciudadanía, incidiendo principalmente en la necesidad de establecer un límite en la duración de su mandato.

*Discurso pronunciado en la inauguración de las oficinas principales del CATO en Washington D.C. en 1993. Agradecemos especialmente al CATO Institute por habernos cedido el presente discurso para su publicación. Traducido por Enrique Pasquel Rodríguez.

Estoy encantado de estar aquí en la inauguración de las oficinas principales del CATO. Es un bello edificio y un verdadero tributo a la influencia intelectual de Ed Crane y sus asociados.

Algunas veces he sido asociado con el aforismo «No existe almuerzo gratis», el cual no inventé. Me gustaría que se le prestase más atención a uno que sí inventé, y que creo es particularmente apropiado en esta ciudad, «Nadie gasta el dinero ajeno tan cuidadosamente como gasta el suyo». Pero todos los aforismos son verdades a medias. Por ejemplo, «La historia nunca se repite», pero «No hay nada nuevo debajo del sol». O «Mira antes de saltar» pero «El que duda pierde». El opuesto a «No existe almuerzo gratis» es claramente «Las mejores cosas en la vida no cuestan».

Y en el mundo económico real, hay un almuerzo gratis, un almuerzo gratis extraordinario, y tal almuerzo gratis son los mercados libres y la propiedad privada. ¿Por qué en un lado de una línea arbitraria hubo una Alemania del Este y en el otro lado hubo una Alemania del Oeste, con un nivel de prosperidad tan distinto? Fue porque Alemania del Oeste tuvo un sistema de mercados privados largamente libres – un almuerzo gratis.
El mismo almuerzo gratis explica la diferencia entre Hong Kong y China continental, y la prosperidad de los Estados Unidos y Gran Bretaña. Estos almuerzos gratis han sido el producto de una serie de instituciones invisibles que, como F.A. Hayek enfatizó, son producto de la acción humana mas no de la intención humana.

En este momento, nosotros en los Estados Unidos tenemos a nuestros alcance, si es que lo tomamos, algo muy semejante a un posible almuerzo gratis. Luego de la caída del comunismo, todas las personas se encontraban de acuerdo en que el capitalismo era un éxito. Lo gracioso es que cada país capitalista del mundo aparentemente concluyó que desde entonces lo que Occidente necesitaba era más socialismo.

Ello obviamente es absurdo, por lo que miremos la oportunidad que ahora tenemos de conseguir un almuerzo casi gratis. El presidente Clinton ha dicho que lo que necesitamos es difundir el sacrificio y concentrar los beneficios. Lo que necesitamos es exactamente lo opuesto. Lo que necesitamos y podemos tener -lo que es más cercano a un almuerzo gratis- es difundir los beneficios y concentrar el sacrificio. No es un almuerzo gratis completo, pero se acerca bastante.

Almuerzos gratis en el presupuesto

Déjenme dar algunos ejemplos. La Administración de Electrificación Rural fue establecida para llevar electricidad a las granjas en los años treinta, cuando alrededor del 80 % de granjas no tenían electricidad. Cuando el 100 % de las granjas tuvo electricidad, la AER cambió a servicio telefónico. Ahora 100 % de las granjas tienen servicio telefónico, pero la AER sigue funcionando alegremente. Supongamos que abolimos la AER, que es simplemente volver *low interest loads* a intereses concentrados, mayormente compañías eléctricas y telefónicas. La gente en los Estados Unidos se encontraría mejor; ahorraría una gran cantidad de dinero que podría ser utilizada en reducciones de impuestos. ¿Quién saldría desfavorecido? Un grupo de personas que han venido obteniendo subsidios gubernamentales a expensas del resto de la población. Yo llamo a eso un almuerzo casi gratis.

Otro ejemplo ilustrativo es la Ley agrícola de Parkinson. En 1945 habían diez millones de personas, ya sea familiares o trabajadores contratados, empleadas en granjas, y el Departamento de Agricultura tenía ochenta mil empleados. En 1992 habían tres millones de personas empleadas en granjas, y el Departamento de Agricultura tenía ciento veintidós mil empleados. Casi cada rubro en el presupuesto federal ofrece una oportunidad

similar. La gente de Clinton le dirá que todas aquellas cosas están en el presupuesto porque la gente quiere tales bienes pero son demasiado tacaños para pagar por ellos. Eso es pura tontería. La gente no quiere tales bienes. Supongan que ustedes plantean a los americanos una simple propuesta sobre el azúcar: podemos arreglar las cosas de tal forma que el azúcar que compran sea extraída principalmente de betarraga y caña cultivadas en granjas americanas o, en cambio, el azúcar vendrá sin límites de El Salvador o de las Filipinas o de algún otro lugar.

Si los restringimos a azúcar nacional, será dos o tres veces más cara que si incluimos azúcar importada. ¿Cuál creen realmente que los votantes escogerían? La gente no quiere pagar precios más altos. Un pequeño grupo de intereses especiales, quienes cosechan beneficios concentrados, lo quieren, y es por ello que el azúcar en los Estados Unidos cuesta varias veces más que el precio mundial. No somos gobernados por el pueblo; ese es un mito que viene de los días de Abraham Lincoln. No tenemos gobierno del pueblo, para el pueblo. Tenemos gobierno del pueblo, por los burócratas, para los burócratas.

Consideren otro mito. El Presidente Clinton dice que él es el agente del cambio. Ello es falso. Él logra decir eso por la tendencia a referirse a los doce años de Reagan – Bush como si fuesen un solo período. Ellos no lo fueron. Tuvimos «Reaganeconomía», luego «Bush-economía», y ahora tenemos «Clintoneconomía». La «Reaganeconomía» tuvo cuatro simples principios: menores tasas marginales de tributos, menos regulación, gasto público restringido, política monetaria no inflacionaria. Aunque Reagan no alcanzó todas sus metas, logró un gran progreso. La política de Bush fue exactamente la contraria de la «Reaganeconomía»: mayores tasas tributarias, más regulación, mayor gasto público. ¿Cuál es la política de Bush? Mayores tasas tributarias, más regulación, mayor gasto público. La «Clintoneconomía» es la continuación de la «Busheconomía», y conocemos cuáles fueron los resultados de ir en contra de la «Reaganeconomía».

Mercados económicos y políticos

En un nivel más fundamental, nuestros problemas presentes, tanto económicos como no económicos, surgen principalmente del drástico cambio que ha ocurrido durante las seis décadas pasadas en la relativa importancia de dos diferentes mercados para determinar quien obtiene qué, cuándo, dónde y cómo. Tales mercados son los mercados económicos operando bajo el incentivo de la ganancia y el mercado político operando bajo el incentivo del poder. En el tiempo que llevo vivo, la relativa importancia del mercado económico ha declinado en términos de la fracción de los recursos del país que le es posible utilizar. Y la importancia del mercado político, o gubernamental, se ha expandido enormemente. Le hemos dejado de dar de comer al mercado que ha estado trabajando y hemos alimentado al mercado que ha venido fallando. Esa es esencialmente la historia de los pasados sesenta años.

Nosotros los americanos somos más ricos hoy que lo que éramos hace sesenta años. Pero somos menos libres. Y estamos menos seguros. Cuando me gradué de la secundaria en 1928, el gasto público total en todos los niveles en los Estados Unidos era poco más del 10 % del ingreso nacional. Dos tercios de tal gasto era estatal y local. El gasto del Gobierno Federal era alrededor del 3 % del ingreso nacional, o aproximadamente lo que había sido desde que la Constitución fue adoptada un siglo y medio antes, excepto por períodos de guerra mayor. La mitad del gasto federal era para el ejército y la marina. El gasto del gobierno estatal y local era alrededor del 7 % o 9 %, y la mitad de ello era para colegios y caminos. Hoy en día, el gasto público total a todo nivel es el 43 % del ingreso nacional, y dos tercios de ello es federal, mientras que un tercio es estatal y local. La porción federal es el 30 % del ingreso nacional, o alrededor de diez veces lo que fue en 1928.

Tal figura subestima la fracción de recursos absorbida por el mercado político. Adicionalmente a su propio gasto, el Gobierno ordena que todos nosotros realicemos un gran número de gastos, algo que nunca acostumbró hacer. Los gastos obligados van desde el requerimiento que ustedes paguen por aparatos anti-polución en sus automóviles, al impuesto para una Atmósfera Limpia, hasta la ayuda impuesta por Ley de Discapacidad; ustedes pueden ir hasta el final de la línea. Esencialmente, la economía privada se ha vuelto un agente del Gobierno Federal. Todos en esta sala estaban trabajando para el Gobierno Federal alrededor de hace un mes llenando formularios de impuesto a la renta. ¿Por qué a ustedes no se les ha pagado por ser recaudadores de impuestos del Gobierno Federal? Estimo que por lo menos el 50 % del total de recursos productivos de nuestra nación

son ahora organizados a través del mercado político. En tal importante sentido somos medio socialistas.

Ello respecto a la inversión, pero ¿qué sucede con la producción? Primero, consideren el mercado privado. Ha habido un absoluto y tremendo aumento en nuestros estándares de vida, debido casi completamente al mercado privado. En 1928 la radio estaba en su etapa primaria, la televisión era un sueño futurístico, todos los aeroplanos eran a propulsión, un viaje a Nueva York a veinte millas de Nueva Jersey donde vivía mi familia era un gran evento. Realmente, ha ocurrido una revolución en nuestro estándar material de vida. Y tal revolución ocurrió casi completamente a través del mercado económico privado. La contribución gubernamental fue esencial mas no costosa. Su contribución, que ya no la brinda tan bien como lo hacía en tiempos pasados, fue proteger los derechos de propiedad privada y proveer un mecanismo para resolver los conflictos. Pero la grandiosa parte de la revolución en nuestro estándar de vida vino a través del mercado privado.

Donde el mercado privado produjo un estándar de vida más alto, el expandido mercado gubernamental ha producido principalmente problemas. El contraste es claro. Tanto Rose como yo venimos de familias con ingresos que en los estándares actuales se encontrarían bajo la llamada línea de pobreza. Ambos fuimos a colegios públicos, y ambos creemos que recibimos una buena educación. Hoy a los niños de las familias que tienen ingresos correspondientes a los que nosotros teníamos en ese entonces les es mucho más difícil obtener una educación decente. De niños, podíamos ir caminando al colegio; de hecho, podíamos caminar sin miedo en las calles casi en todos lados. En lo peor de la Depresión, cuando el número de gente que verdaderamente se encontraba en grandes problemas era mayor de lo que es ahora, no había nada parecido a la actual preocupación por la seguridad personal, y habían pocos mendigos durmiendo en las calles. Lo que ustedes tuvieron en las calles fue gente tratando de vender manzanas. Había un sentido de confiar en uno mismo que, si no ha desaparecido, es mucho menos prevalente.

En 1938 ustedes incluso podían rentar un departamento en la ciudad de Nueva York. Luego de que nos casamos y mudamos a Nueva York, buscamos los departamentos ofrecidos en alquiler en el periódico, escogimos una docena que queríamos mirar, lo hicimos, y rentamos uno. La gente solía devolver sus departamentos en primavera, viajar en verano, y regresar en el otoño para buscar nuevos departamentos. Era llamada la estación de la mudanza. Hoy en Nueva York, la mejor forma de encontrar un departamento es buscar en la sección de obituarios. ¿Qué ha producido tal diferencia? ¿por qué los alquileres en Nueva York son un desastre hoy en día? ¿por qué el sur del Bronx luce como las partes de Bosnia que fueron bombardeadas? No a causa del mercado privado, obviamente, sino a raíz del control del precio de los alquileres.

El Gobierno causa problemas sociales

Más allá de la retórica, nuestros verdaderos problemas no son económicos. Me encuentro inclinado a decir que nuestros verdaderos problemas no son económicos, más allá de los mejores esfuerzos del Gobierno porque así sea. Quiero citar un ejemplo. En 1946 el Gobierno asumió la responsabilidad de producir pleno empleo con el *Full Employment Act*. En los años siguientes, el desempleo fue de un promedio de 5.7 %. En lo años desde 1900 a 1929 cuando el gobierno no tuvo pretensiones de ser responsable por el empleo, el desempleo fue de alrededor de un 4.6 %. Por tanto, nuestro problema de desempleo también es creado en gran medida por el Gobierno. Sin embargo, los problemas reales no son los económicos.

Nuestros mayores problemas son sociales – educación deteriorada, ilegalidad y criminalidad, desamparo, el colapso de valores familiares, la crisis en los servicios médicos, embarazos adolescentes. Cada uno de estos problemas ha sido producido o exacerbado por los bienintencionados esfuerzos del Gobierno. Es fácil documentar dos cosas: que hemos estado transfiriendo recursos del mercado privado al mercado gubernamental y que el mercado privado funciona mientras que el mercado gubernamental no lo hace.

Es más difícil entender por qué gente supuestamente inteligente y bienintencionada ha producido tales resultados. Una razón, como todos sabemos, es que parte de la respuesta ciertamente es el poder de los intereses particulares. Pero creo que una respuesta más fundamental tiene que ver con la diferencia entre el propio interés de los individuos cuando se encuentran en el mercado privado y cuando se encuentran en el mercado político. Si usted se encuentra en una empresa dentro del mercado privado y ésta empieza a fallar, la única manera de que siga en marcha es buscar en su propio bolsillo. Por ello, usted tiene un fuerte incentivo para detenerla. Por otro lado, si usted inicia exactamente la misma empresa en el sector gubernamental, con exactamente los mismos

prospectos de fracaso, y empieza a fracasar, usted tiene una mejor alternativa.

Puede decir que su proyecto o programa realmente debería haber sido llevado a cabo en una escala más grande; y usted no tiene que buscar en su propio bolsillo, usted tiene un bolsillo más profundo en el cual buscar, el del contribuyente. Con una perfectamente buena intención usted puede tratar de persuadir, y normalmente tener éxito en hacerlo, no al contribuyente, sino al congresista, de que el suyo es realmente un buen proyecto y que todo lo que necesita es un poco más de dinero. Y entonces, para acuñar otro aforismo, si una empresa privada falla, cierra. Si una empresa gubernamental falla, se expande.

Cambios institucionales

Algunas veces pensamos que la solución a nuestros problemas es elegir a la gente correcta para el Congreso. Creo que es falso, que si una muestra aleatoria de personas de esta sala fueran a reemplazar las cuatrocientos treinta y cinco personas en la Casa de Representantes y a las cien personas del Senado, los resultados serían casi los mismos. Con algunas excepciones, la gente en el Congreso es gente decente que quiere hacer el bien. Ellos no se internan deliberadamente en actividades que saben que causarán daño. Ellos simplemente se encuentran inmersos en un ambiente en el cual todas las presiones están en la misma dirección, gastar más dinero.

Estudios recientes demuestran que la mayoría de la presión para mayor gasto viene del mismo Gobierno. Es una monstruosidad que se genera a sí misma. En mi opinión, la única manera en que podemos cambiarla es cambiando los incentivos bajo los que la gente en el Gobierno actúa. Si usted quiere que la gente actúe distinto, tiene que hacerlo en razón del propio bienestar personal de ella. Como Armen Alchan siempre dice, hay una cosa en todas las personas del mundo con la que puedes contar, y esa es que pondrán su propio interés por encima del tuyo.

No tengo una fórmula mágica para cambiar el propio interés de los burócratas y miembros del Congreso. Enmiendas constitucionales para limitar los tributos y el gasto, para controlar la manipulación monetaria, y para inhibir las distorsiones de mercado estarían bien, pero no vamos a lograrlas. La única posibilidad en el horizonte nacional es el movimiento para un límite en la duración de los mandatos. Una duración de seis años para los representantes no va a cambiar su naturaleza básica, pero cambiaría drásticamente el tipo de gente que busca ser elegida para el Congreso y los incentivos bajo los que operan.

Creo que aquellos de nosotros que se encuentran interesados en tratar de revertir la asignación de nuestros recursos, en cambiar más y más hacia los mercados privados y cada vez menos y menos al mercado gubernamental, debemos abandonar la noción de que lo que necesitamos hacer es elegir a la gente correcta. En algún punto creímos que elegir al Presidente correcto lo lograría. Lo hicimos y no lo logramos.

Tenemos que volver nuestra atención hacia cambiar los incentivos bajo los que la gente opera. El movimiento para establecer límites de duración de los mandatos es una posibilidad de lograrlo; es una excelente idea, y está consiguiendo un verdadero progreso. Asimismo, deben haber otros movimientos. Algunos cambios están siendo realizados a nivel estatal. Donde ustedes tengan iniciativa, ello es, referéndum popular, hay una oportunidad de cambio. No creo en la democracia pura; nadie cree en la democracia pura. Nadie cree que es apropiado matar al 49 % de la población aún cuando el 51 % de la gente votase por ello. Pero sí creemos en dar a todos la oportunidad de usar sus propios recursos tan efectivamente como puedan para promover sus propios valores siempre y cuando no interfieran con nadie más.

Y en suma, la experiencia ha enseñado que la gran mayoría de gente, a través del proceso de iniciativa, se encuentra más de acuerdo con tal objetivo que la gente que escogen para la legislatura. Por tanto creo que el proceso de referéndum debe ser explotado. En California hemos trabajado duramente en una iniciativa para lograr que los padres escojan los colegios de sus hijos. La elección paterna se encontrará en discusión este otoño. Quizá no ganemos, pero tenemos que seguir tratando. Tenemos que seguir tratando de cambiar la manera de pensar de los americanos sobre el rol del Gobierno. El Cato lo hace entre otras cosas, documentando detalladamente los efectos dañinos de las políticas gubernamentales sobre las que he hablado con generalidad. El público americano esta siendo llevado hacia una visión más clara. Mientras la gente entienda qué es lo que está sucediendo, el clima intelectual cambiará, y podremos iniciar cambios institucionales que establezcan incentivos apropiados para la gente que tira de los hilos del Gobierno y que maneja una gran parte de nuestras vidas.

PALACIOS & SANGSTER
Estudio de Abogados

José Gonzáles N° 640 - Miraflores

Telefax 447 - 0721 / 446 - 4027

EL ONCE DE SEPTIEMBRE Y LA ÉTICA DE LA VIOLENCIA

Jorge Secada*
Universidad de Virginia
(EEUU)

La discusión en torno a la justificación moral de los actos de violencia que vienen asolando el mundo, resulta, a estas alturas, indispensable. Ello por cuanto, más allá de las consideraciones académicas o filosóficas a que dicha discusión pudiera llevar, es necesario hacer un análisis de la violencia que la humanidad viene perpetrando contra sigo misma. El episodio del 11 de setiembre en Nueva York, la guerra de Estados Unidos contra Irak y el terrorismo en manos de Sendero Luminoso en el Perú, son muestras claras de dicha violencia; de la instrumentalización de los seres humanos. En opinión del autor, la consideración de las consecuencias de toda acción resulta relevante para la deliberación moral. Es por ello que, independientemente de que sean Estados o individuos los que, en nombre propio, realizan actos de violencia contra inocentes, utilizándolos como medios para alcanzar sus fines, la deliberación moral se erige como requisito indispensable a la hora de justificar moralmente dichos actos.

*Profesor de Filosofía de la Universidad de Virginia. Profesor visitante en las Universidades de la Columbia Británica, Santiago de Compostela, San Marcos de Lima, y del Estado de Nueva York. Profesor permanente del postgrado de filosofía en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Fellow de St John´s College en Cambridge entre 1980 y 1984.

I

Miles de inocentes fueron asesinados cruelmente el once de septiembre del 2001. Esos asesinatos manifestaban una voluntad de instrumentalizar a los seres humanos, de usar su sufrimiento o muerte como medio para fines ulteriores. Esa voluntad repugnante es esencial al terrorismo. Sin embargo, la disposición para excusar o usar injustificadamente el sufrimiento humano apelando a fines ulteriores es común a muchos más que a aquéllos a quienes usual y correctamente llamamos terroristas.

Hay quienes buscan justificar los actos del once de septiembre apelando a los fines admirables que motivaron a los terroristas. Otros tal vez no lleguen a justificar esos actos pero sí admitan que esos fines disminuyen la culpabilidad de los asesinos. Esta segunda reacción es más común fuera de los Estados Unidos que lo que parecen reconocer muchos dentro de los Estados Unidos.

Algunos fines son obviamente mejores que otros. Entre los fines que se citan en referencia a la masacre de las torres de Nueva York están castigar a los Estados Unidos por su política exterior, contribuir a purificar el Islam y subvertir la globalización. Tanto en los Estados Unidos como en otros países, los terroristas han apelado a varias utopías, a la justicia, a la libertad individual, a la liberación colectiva, a la democracia, y a otros bienes para justificar sus carnicerías y el sufrimiento que han causado. Y constantemente aquéllos que actúan en nombre de estados que llevan a cabo actos de violencia monstruosa contra inocentes apelan a estos mismos fines para justificar sus acciones.

Las consecuencias de una acción y su relación como medio para un fin, y la certeza con que se conoce esa relación son relevantes moralmente. Pero esto no debe ocultar el hecho de que la matanza y el sufrimiento de inocentes es una maldad, una maldad de la que son responsables aquéllos que la causan libremente. Y esta responsabilidad tendrá que descargarse, so pena de culpabilidad moral.

Para poder justificar un acto, la referencia a un fin ulterior debe tomar en cuenta la magnitud del mal que se usa como medio, la relación que hay entre ese acto y el fin que lo justifica, y la certeza con que se conoce esta relación. La siguiente disyuntiva debe conocerse con la mayor certeza práctica: o el mal que se propone como medio, o un mal claramente mayor, resultado de no usar ese medio, sucederá inevitablemente. Este es un requisito evidente si el medio del que estamos hablando es la muerte salvaje de una niña. Al contemplar la guerra, todo buen gobernante está obligado a reflexionar detenida y cuidadosamente, con la menor pasión y la mayor humildad posibles. Puesto de manera breve y contundente: ¿qué certeza práctica, qué claridad de conciencia se necesita para justificar arrancarle de cuajo los brazos y las piernas a un niño de ocho años?

Es cierto que las diferencias entre los distintos fines con que los terroristas y otros criminales y asesinos buscan justificar sus acciones pueden ser relevantes para la calidad moral de estos agentes. Algunos son personas perversas sin atenuantes ni matices, otros son necios que están confundidos moralmente. Pero sus acciones perversas no obtendrán justificación alguna de la sola referencia a un gran bien.

La consideración de las consecuencias de nuestras acciones es obviamente relevante para la deliberación moral. A veces no hay opción que no tenga como resultado algún mal. En tales circunstancias uno debe evidentemente optar por el mal menor. Aunque la muerte de un niño es un mal, parece claramente peor la muerte de dos niños. Sin embargo, antes de embarcarse en acciones que tendrán como consecuencia previsible la muerte de un niño, hay que tener bastante certeza de que uno está evitando un mal claramente mayor que no puede evitarse de mejor manera.

Pueden haber acciones plenamente justificables que tienen consecuencias tanto buenas como malas. Hay acciones justificables que se pueden describir de maneras contradictorias moralmente: salvar a un niño puede ser matar a un niño si de lo que estamos hablando es de la cirugía necesaria para separar a siameses que morirían si no se les opera. Pero al menos algunos requisitos mínimos que deben satisfacer quienes deliberan sobre si realizar tales acciones son claros: la inevitabilidad de malas consecuencias, y la relación y correspondencia entre el mal que se considera, por ejemplo, el descuartizamiento cruel de un niño, y el bien que resultará de él, la democracia, deben conocerse con tanta claridad y certeza como exija lo que esté en juego moralmente. Durante deliberaciones semejantes es importante tener presente que siempre es mejor sufrir una injusticia que cometerla.

Es fácil perder de vista estos requisitos y no percibir su importancia decisiva dentro de la deliberación moral, especialmente si deshumanizamos a las víctimas de nuestras acciones y nos referimos a ellas como «bajas» o «daño colateral». Algún terrorista puede haber pensado que sus víctimas eran mártires de la revolución.

No me solidarizo con quienes dicen que el once de septiembre nosotros fuimos víctimas de un ataque terrorista y con ese «nosotros» se refieren a los Estados Unidos de Norteamérica. Esta entidad colectiva, los Estados Unidos, es parte de una larga lista de entidades que sufrieron como consecuencia de esos actos. Primero están todos los inocentes que fueron asesinados, los que quedaron huérfanos, los que perdieron a un hermano o a una esposa o a un hijo, y hasta los amigos y familiares enlutados. Por encima está también la humanidad. No puedo solidarizarme con una manera de hablar que deshumaniza a los eventos de ese día y sus víctimas, y que en esa medida facilita reacciones moralmente repugnantes.

Puede que sea necesario hacer referencia a estados y otros grupos semejantes cuando analizamos esos eventos, cuando tratamos de explicarlos. Pero debemos recordar que al hablar de esa manera estamos ocultando los hechos moralmente relevantes, que murieron más de 3000 inocentes, que muchos miles más fueron sumidos en un infierno.

Contemplar matar y torturar sin la debida deliberación es común a terroristas, a muchos que actúan en nombre de estados y también a muchísimos más que irresponsablemente los apoyan.

II

Consideremos ahora otra de las maneras en que se describen los hechos del once de septiembre. No se trató de simples asesinatos sino de actos de guerra. Así han caracterizado esas acciones y su respuesta a ellas los agentes del gobierno de los Estados Unidos.

Tal vez los miembros del gobierno estadounidense no perciban la justificación moral que le están facilitando a por lo menos algunos terroristas que ahora pueden argüir que son combatientes en una guerra siguiendo las órdenes militares de sus superiores. Así la guerra sea injusta, como son la mayoría para todas las partes y todas para al menos una, a los meros combatientes no se les debe tratar como criminales o asesinos.

Lo que los oficiales del gobierno estadounidense ciertamente perciben con claridad es el poder que les da esta caracterización en el trato con los terroristas y sus cómplices, quienes según el secretario de justicia no merecen la protección que brinda la constitución estadounidense. Más aún, ahora pueden tratar a sus enemigos como criminales de guerra responsables de crímenes contra la humanidad. Pueden permanecer detenidos indefinidamente, pueden ser juzgados sumariamente en cortes militares. Lo que se necesita para generalizar este trato a todos los terroristas, a pesar de que en la guerra los combatientes tienen derechos y beneficios que no tiene un criminal común, es fácil de prever: negarles la calidad de simples combatientes, y tratarlos más bien como instigadores, conspiradores, y líderes, como criminales de guerra. En este contexto conviene señalar la equivocidad del vocablo «guerra». Hablamos de una guerra contra el crimen o contra las drogas. Una universidad puede decidir emprender una guerra contra la flojera o el plagio. Y los nutricionistas constantemente le declaran la guerra a las grasas, la sal y el azúcar.

Estas guerras deben distinguirse de la lucha armada entre un estado y otro, o entre grupos organizados y efectivos dentro de un estado en que pueden todos ellos reivindicar para sí con alguna credibilidad la legitimidad y propósito de los estados. Por supuesto, es solamente la guerra en este segundo sentido lo que podría justificar las acciones del once de septiembre o mitigar su maldad, o justificar reaccionar ante ellas con la violencia que caracteriza a la guerra, a diferencia, por ejemplo, del uso de fuerza apropiado para perseguir y apresar a criminales comunes.

La referencia a estados es crucial. Solamente pueden emprender guerras quienes pueden reclamar razonablemente actuar en nombre de un estado, y cuentan con el apoyo de al menos un número significativo de los miembros de ese estado. En cuanto tales, las personas individuales, los ciudadanos de un estado, ya sea que actúen independientemente, ya sea que se agrupen en bandas, no tienen la autoridad para promulgar e imponer leyes, recolectar impuestos, emprender guerras y hacer todas las otras cosas que solamente los estados pueden hacer legítimamente. Un individuo, sin interesar qué tan poderoso sea ni con qué medios pueda contar, no puede emprender una guerra apoyado simplemente en su autoridad individual. Ni el ladrón de bancos que roba un banco usando una bomba atómica, ni el mafioso que impone su voluntad sobre la población usando una pandilla de decenas de miles, está emprendiendo guerras. Y una razón para ello es que no tienen ni pueden con la menor credibilidad pretender que tienen aquella autoridad que le pertenece solamente a los estados.

Es precisamente la usurpación de esa autoridad cuando se emprenden guerras claramente injustas lo que legitima el trato severo y especial que se le da a quienes cometen tales crímenes contra la humanidad. Caracterizar a un criminal como criminal de guerra no es, por lo tanto, una cuestión de eficiencia administrativa o burocrática, o de preferencia en cuanto al uso de las palabras. Es algo que tiene que justificarse.

El mundo ha cambiado mucho en las últimas décadas. Es posible que las naciones estén evolucionando hacia algo distinto, o que sencillamente estén desapareciendo. Puede ser que la humanidad esté adoptando formas de organización social muy distintas a las que han existido hasta ahora. Lo que sin embargo no corre ningún peligro de extinción es la autoridad que por naturaleza le pertenece a las sociedades para la consecución del bien común. Y la guerra es algo que puede suceder solamente bajo esa autoridad, ya sea efectiva y legítima, ya sea al menos reivindicada con algo de credibilidad.

Atendiendo solamente a esta condición mínima pero necesaria, no veo cómo los eventos del once de septiembre podrían considerarse actos de guerra. Los que los llevaron a cabo, Osama Bin Laden y su banda, nunca han pretendido actuar con esa autoridad. A veces hacen referencia a una «guerra santa», aunque generalmente no como justificación de la masacre del once de septiembre. Es difícil establecer qué tan creíble es su reivindicación de la autoridad necesaria para declarar una guerra santa en el nombre del Islam en contra de occidente. Ni siquiera es claro que semejante «guerra santa», emprendida sin la autoridad de la sociedad organizada, sea efectivamente una guerra en el sentido que nos interesa. Los fanáticos religiosos pueden ser simples criminales.

El gobierno de Afganistán no ha sido acusado de llevar a cabo esos actos. La acusación es más bien que está sirviendo de refugio a quienes sí tienen responsabilidad directa.

Parece entonces que las acciones del once de septiembre fueron simples crímenes y no actos de guerra. No se llevaron a cabo en nombre de un estado.

Para que una guerra sea legítima es necesario que se den al menos las siguientes condiciones:

1. La guerra debe emprenderse bajo la autoridad de un gobierno legítimo;

2. Debe tener como finalidad un objetivo justo (entre los que se encuentran la defensa propia, la ayuda a aliados que se vean envueltos en una guerra justa, la protección de inocentes);

3. Debe buscar causar el daño mínimo necesario para conseguir el fin justo;

4. Debe nacer de la deliberación cuidadosa, consciente de la falibilidad de las propias convicciones y de los límites de lo conocido.

Los soldados pueden actuar justificadamente al realizar actos de guerra aunque el estado por el cual pelean no esté justificado al emprender la guerra. Los soldados y los ciudadanos pueden confiar legítimamente en sus líderes. Aunque todos tenemos el deber de establecer la justicia de las guerras que emprendemos colectivamente, no se nos puede culpar si nos apoyamos en el juicio de nuestros líderes legítimos, particularmente cuando existe la apariencia de que la guerra es justa, la deliberación es compleja, y la información relevante es muy difícil de obtener. La guerra justa es un mal inevitable, un mal que se justifica por referencia a un bien mayor. Al deliberar sobre si emprender una guerra o no, hay que tener en mente que «lo que se hace en la guerra es grave y hasta atroz -carnicerías, incendios, devastaciones», que «no basta una injuria cualquiera y de cualquier gravedad para hacer la guerra» y que emprender una guerra sin la deliberación debida es un crimen mayor.[1] Un

[1] DE VITTORIA, Francisco. «De indis II, sive de iure bello». p.14.

principio importante en este contexto es, justamente, que es preferible sufrir una injusticia que cometerla.

Una guerra tal vez pueda justificarse como necesaria para capturar criminales y evitar que futuros criminales encuentren refugio en un estado cómplice. Pero para que una guerra se justifique, deben conocerse los hechos relevantes, y debe haber tanta certeza como es posible en la práctica de que es imposible evitar un mal mucho mayor sin causar el enorme sufrimiento que es resultado de la guerra.

He escuchado al secretario Powell decir que uno de los objetivos del bombardeo de Afganistán era hacerle entender a los que apoyaban al régimen talibán que ese apoyo les acarrearía solamente sufrimiento y dolor, y al presidente Bush decir que el momento para negociar ya había pasado, mientras iniciaba el bombardeo. No ha habido ni siquiera la apariencia de deliberación cuidadosa y clara.

Parece razonable inferir que el bombardeo y las subsiguientes acciones bélicas fueron respuestas ilegítimas frente a actos terroristas, aunque uno distinga entre la calidad moral de los diversos criminales. Parece razonable inferir que quienes decidieron la reacción estadounidense ante los eventos del once de septiembre no deliberaron debidamente.

Quienes actúan en nombre de un estado pueden cometer crímenes similares a los de los terroristas. Quien actúa en nombre de un estado puede terminar usando a seres humanos inocentes y su sufrimiento, efectivo o posible, en nombre de objetivos admirables. El secretario Powell nos da muestra de ello, así como también lo hacen casi a diario diversos agentes del gobierno israelí. Y sabemos que quienes actúan en nombre de un estado pueden asesinar y torturar.

III

Cuando se ven los actos del once de septiembre como simples asesinatos, la visión del mundo de aquéllos que los cometieron deja de ser importante para su evaluación moral. Puede que sea relevante si buscamos entender a esas personas o impedir que otros realicen actos semejantes, o si queremos apresarlos o nos interesa la psicología del mal.

No hay motivación común a todo terrorista, así como no hay motivación común a todo criminal o asesino. Soy peruano. Durante mucho tiempo las únicas noticias del Perú que llegaban a los Estados Unidos se referían al terrorismo que asoló a mi país aproximadamente entre 1980 y 1995. Permítanme simplificar y referirme esquemáticamente solamente a uno de los grupos terroristas peruanos, el Partido Comunista del Perú – Sendero Luminoso, una organización criminal inspirada en una vertiente del pensamiento marxista.

Sendero Luminoso sumió al Perú en años de terror durante los que murieron 30,000 personas, muertos inocentes en manos de los terroristas o de las fuerzas del estado que los combatieron. Sendero entraba a un pueblo, un pueblo de apenas pocos cientos de habitantes, apresaba y juzgaba sumariamente al alcalde y a otras autoridades y luego los ejecutaba en público, de manera cruel y espantosa, obligando a la gente, a parientes y amigos, a mirar la tortura. Hicieron esto muchas veces.

Eventualmente el terror senderista alcanzó las ciudades. El clímax llegó con la explosión de una gigantesca bomba en el centro comercial de Lima a las seis de la tarde. Muchos inocentes murieron ese día; recuerdo que uno era dentista y estaba atendiendo a un paciente cuando ambos fueron destrozados. Muchos quedaron mutilados. Y muchísimos más perdieron a una persona amada.

Los peruanos nunca apoyaron a los terroristas. Sendero no fue nunca más que una banda de unos cuantos miles. Pero cientos de miles de peruanos sufrieron directa y salvajemente la violencia que generaron. Muchos dejaron sus pueblos aterrados por Sendero y por las fuerzas estatales. A comienzos de los 80 el ejército y la marina, luchando en contra del terrorismo, entraban a pueblos en donde había habido actividad senderista y capturaban o mataban a toda persona que pudiese ser terrorista. A Sendero no le tomó mucho incrementar su actividad en las poblaciones que más se les resistían. Aunque eventualmente las fuerzas del estado derrotaron a Sendero en el campo con la ayuda de la población, y en las ciudades con esmero policial e inteligencia, la lucha antiterrorista sirvió de coartada para muchísimos crímenes y atropellos, y para el abuso descarado del poder hasta fines de los 90.

¿Qué tienen en común los terroristas del once de septiembre y los terroristas de Sendero? Pues no mucho. A diferencia de los terroristas islámicos, una buena parte de los Senderistas eran mujeres, mujeres jóvenes que tenían papeles de liderazgo dentro de la organización.

Es difícil imaginar una célula de senderistas que

viviesen en Fort Lauderdale con sus familias durante un año, con diez mil dólares al mes, para después estrellarse en un avión contra las torres de Nueva York. Es más fácil suponer que al cabo de un año, once meses, y veintinueve días ya hubiesen elaborado alguna racionalización sutil aduciendo que las condiciones históricas objetivas no recomendaban el atentado.

Muchos miembros de Sendero eran jóvenes de clase media baja llevados hasta la desesperación criminal por su pobreza. Eran fanáticos, pero no fanáticos religiosos. Sus motivaciones eran muy distintas a las de los del once de septiembre. Sus objetivos también eran distintos. Los senderistas creían en la ciencia marxista de la historia, en el progreso y la modernidad.

Lo que sí tienen en común ambos grupos es la voluntad de usar a los seres humanos para lograr un bien. Un objetivo suficientemente bueno justifica causar daño monstruoso a mucha gente inocente. Ambos grupos terroristas emprendieron cálculos de enorme riesgo moral, y ciertamente sin el debido cuidado ni consideración.

Otra cosa que tienen en comun los terroristas de Sendero y de *al Qaëda* es odio hacia el gobierno de los Estados Unidos y muchas de sus políticas, y tal vez también hacia mucho de la sociedad estadounidense. Una de las maneras en que ambos podrían justificar sus acciones es sosteniendo que son castigo por las agresiones de los Estados Unidos.

Los estadounidenses deberían reflexionar sobre las fuentes de este sentimiento común, pues se trata de un odio que, variando mucho en cuanto a grado y tipo, albergan muchísimas personas más que los terroristas y quienes los apoyan. En efecto, este es el origen de mucha confusión moral en torno a los eventos del once de septiembre, confusión manifestada justamente por quienes creen justificar en alguna medida a los terroristas al describir sus acciones como «respuestas» más o menos comprensibles frente a la política exterior estadounidense.

Durante los ochenta y los noventa algunas personas bienintencionadas en California, en Suecia, en Francia y en otros lugares de los Estados Unidos y de Europa hablaban de los criminales senderistas como luchadores por la liberación de los indígenas peruanos. Y los apoyaban financieramente. Algunos de estos inocentones puede que hasta ahora crean que hicieron bien. Lori Berenson, una joven neoyorquina confundida y patética fue al Perú para unirse a uno de los grupos terroristas. Hasta el día de hoy insiste en traer a colación las diferencias raciales y sociales en el Perú cuando se discuten sus actividades y las de otros terroristas de los que fue cómplice. Ante los ojos de muchos peruanos, tanto pobres como ricos, Berenson es la viva imagen de la soberbia estadounidense.

IV

Al considerar los eventos del once de septiembre y el terrorismo de estado no podemos dejar de mencionar que esa fecha es infame desde mucho antes de que cayesen las torres de Nueva York. Toda mi vida recordaré qué hice el once de septiembre de mil novecientos setenta y tres. Me perturba que tan pocos estadounidenses, aun entre la gente informada, recuerden la infamia de esa fecha. El once de septiembre de mil novecientos setenta y tres los militares chilenos, con el apoyo del gobierno de los Estados Unidos, mataron al presidente Salvador Allende. Ese fue el día en que Allende murió defendiendo la democracia en Chile.

Uno de los asesinos de Allende, asesino al menos tanto como son responsables los talibanes por la masacre de las torres gemelas, camina libremente por las calles de Nueva York y Washington DC. Este sinvergüenza, ex-secretario de estado, se presenta en televisión para aconsejar acerca de la mejor respuesta estadounidense frente al terrorismo reciente.

Esto es indignante. Y en cuanto lo aceptamos sin denunciarlo, ya sea conociendo los hechos o por cómoda ignorancia, participamos en alguna medida de la mentalidad deshumanizadora del terrorismo y el asesinato. Miles de inocentes murieron en Chile. Miles fueron torturados o desaparecieron dejando tras de ellos niños que crecieron sin saber qué fue de sus padres. ¿Y qué? Se logró derribar un gobierno comunista. ¿Qué importa si el tirano que ayudamos a usurpar el gobierno chileno se burló de las fosas comunes citando la eficiencia del estado? ¿Y qué si al ministro Orlando Letelier y a su secretaria, una ciudadana estadounidense, los volaron en mil pedazos en la plaza Dupont? Se actuó defendiendo los intereses de los Estados Unidos. A la larga tal vez si no se detenía a Allende y a su gobierno comunista más gente hubiese sufrido. Y además ese fue un elemento más entre los muchos que llevaron a la derrota de la Unión Soviética y la liberación de Europa. Etcétera, etcétera.

Para que un cálculo utilitario semejante justifique esas acciones, se tendrían que examinar cuidadosamente otras alternativas y estimar con

objetividad sus probabilidades, y habría que tener bastante certeza sobre muchas verdades contrafácticas. Es obvio que los militares golpistas chilenos, y quienes actuaron en nombre del gobierno estadounidense para apoyarlos, solo tuvieron la certeza y el cuidado de los criminales.

Se bombardea una fábrica en el Sudán, y con mucha discreción eventualmente se admite que no se trataba de una fábrica de armas químicas y que se cometió un error. Recuerdo haber escuchado a colegas, intelectuales críticos e informados, decir que confiaban en que su gobierno sabía lo que hacía y que a esos ingenieros alemanes que dijeron desde el comienzo que era una fábrica de leche en polvo no se les podía creer.

¿Aprendimos alguna lección de los miles de inocentes panameños que mataron los soldados estadounidenses? ¿Podemos seguir refugiándonos en una supuesta ignorancia? ¿Podemos acaso continuar dándole el beneficio de la duda a quienes actúan en nombre del gobierno estadounidense cuando hay tanto en juego, cuando corremos el peligro de terminar siendo cómplices de asesinatos? El historial de los gobiernos es importante cuando consideramos estas preguntas; y el prontuario del gobierno estadounidense no lo favorece.

Con los años me he vuelto desconfiado de la prensa y de los que hablan en nombre de los gobiernos. Ciertamente no confío en los poderosos cuando, dado su historial, ellos mismos no están dispuestos a ser completamente transparentes y revelar lo que saben. Ni puedo quedarme satisfecho con el mero hecho de que nuestros gobernantes estén en el bando bueno y sus objetivos sean iguales que los míos (suponiendo que así fuese). Ni tampoco puedo ya suponer que la prensa me informa imparcialmente y busca darme acceso a toda la información relevante.

El deseo de entender a quienes no comparten nuestros puntos de vista, de aprender cómo nos ven quienes están distantes en el espacio y el espíritu, es un deseo saludable y alentador. Pero no debe confundirnos sobre la naturaleza moral de los eventos del once de septiembre. Más bien debe recordarnos el deber que tenemos, en cuanto somos ciudadanos de estados que llevan a cabo actos de violencia contra inocentes, de conocer los hechos y examinar los argumentos que se nos ofrecen, y de hacer lo que podamos hacer legítimamente para detener la injusticia y descargar nuestra responsabilidad personal por los actos de nuestros gobiernos.

Este deseo es una de las reacciones más positivas del pueblo estadounidense frente al terrorismo. Sugiere la auto-reflexión, la autocrítica, y la humildad. La deliberación moral no se nutre con el orgullo y la autoafirmación. La soberbia es un vicio particularmente repugnante cuando lo que está en juego moralmente es tan grave, por ejemplo, la responsabilidad por el sufrimiento desmedido y espantoso de muchísimos bebes y niños. No debemos deshumanizar las matanzas ni hacer digerible el sufrimiento de los inocentes. Podemos aceptar que un mal terrible es preferible a un mal claramente mayor, sin negar la monstruosidad del mal que cometeremos pero que no podemos evitar. Al deshumanizar estos hechos lo que hacemos es facilitar la irresponsabilidad deliberativa, y olvidamos el principio de que es mejor ser víctima del terrorismo que ser un asesino, así como es mejor errar del lado de la generosidad y el amor, que participar de la mentalidad de los criminales.

¿Cuánto nos costará aprender a vivir juntos y a respetarnos mutuamente? ¿Cuántas muertes? ¿El sufrimiento de cuántos millones de inocentes?

Aquí en los Estados Unidos debemos recordar que la confianza en las propias convicciones debe matizarse con el respeto genuino por las convicciones de quienes piensan distinto que nosotros. El diálogo y la búsqueda de consenso son obligaciones a las que no escapa estado alguno. Ningún estado es líder natural de todo el mundo. Cuando está en juego el destino de la humanidad, todos, individual y colectivamente, somos pares en una empresa común.[2]

V

Este artículo apareció originalmente en inglés, en una colección de escritos de teólogos y filósofos en torno a los atentados terroristas del once de septiembre.[3] Se dirige a lectores estadounidenses. Esta versión en castellano contiene algunos cambios menores y esta nota. El trabajo original se basa en conferencias que di durante octubre y noviembre del 2001, a poco de la destrucción de las torres de Nueva York, en Mary Baldwin College y en la Universidad de Virginia. En los Estados Unidos, el contexto de la discusión pública sobre terrorismo, guerra, y justicia ha cambiado sustancialmente en los últimos dos años, pero los puntos que esbocé entonces siguen siendo relevantes, y los

[2] Agradezco a quienes asistieron a la presentación de versiones de las primeras cuatro secciones de este artículo en Mary Baldwin College y en la Universidad de Virginia en octubre y noviembre del 2001; la versión final se ha beneficiado mucho de los comentarios y preguntas que me hicieron en esas oportunidades.

[3] BERQUIST, Jon L. (ed.). «Strike Terror No More: Theology, ethics, and the new war». Chalice Press, St Louis, 2002.

argumentos válidos y pertinentes. Cuando escribí este artículo tenía una visión relativamente pesimista de estas cosas y muy pocas esperanzas de que se pudiese evitar más muerte y sufrimiento. Ahora no tengo ninguna expectativa siquiera respecto del curso de la discusión de estos asuntos. Un insidioso equívoco la aqueja tanto en Estados Unidos como en el Perú. El pasado lo podemos conocer y podemos explicarlo o entenderlo de diversas formas, pero el futuro en buena medida lo hacemos y está en nuestras manos. Es evidente que existen conocimientos económicos y sociales que tiene un papel central en la deliberación pública, pero ni la economía ni la sociología ni las dos juntas van a determinar una respuesta a la pregunta ¿qué hacer? Recuperar la discusión moral de las cosas de interés público no es sino pensar con claridad.

Comenzada ya la guerra contra Irak, el presidente Bush declaró que los Estados Unidos no querían más recompensa que la paz. Bush había decidido que los Estados Unidos se veían obligados a emprender una guerra y por lo tanto a matar inocentes de manera cruel y salvaje, obligados porque esa era la mejor manera de evitar males mucho mayores. No suponer que esto es así es presuponer que Bush y su gobierno son culpables de crímenes contra la humanidad. Pero al concederle esta justificación genérica al gobierno estadounidense, adquirimos el derecho a examinar y evaluar su aplicación concreta. Se nos revela entonces la pobreza moral de quienes sumieron a cientos de miles o tal vez hasta millones de iraquíes en una pesadilla dantesca. Hablar de recompensas en estas circunstancias, como lo hizo Bush, revela una peculiar torpeza. ¿Acaso no es obvio que si nos viésemos obligados a descuartizar y dejar morir lentamente a un niño para salvar a todo el resto de su numeroso pueblo, lo último en lo que debemos de estar pensando mientras llevamos a cabo nuestro monstruoso deber es en nuestras recompensas? Como ha señalado mi colega Talbot Brewer, esas declaraciones de Bush revelan un ánimo moralmente corrupto. Confirman además mis dudas acerca de la rectitud de las deliberaciones de los gobernantes estadounidenses. Y ejemplifican claramente cómo la retórica deshumanizadora cubre con facilidad el horror y el espanto.

El proceso que llevó a la guerra contra Irak es complejo. Alberga banalidades, como el odio que le tiene Bush a Saddam Hussein por haber tratado de matar a su padre, y también móviles mucho más siniestros, como la convicción desplegada por la mayoría de congresistas y senadores demócratas de que derrocar a Hussein era por sí mismo un fin suficiente para justificar la guerra, o la planificación anticipadísima y desvergonzada de la repartija de la economía iraquí entre corporaciones estadounidenses y británicas.

Merece la pena aludir también a un aspecto del contexto de la guerra contra Irak que no ha sido objeto de mayor discusión ni aquí ni en los Estados Unidos, aunque sí en Europa. Desde fines de los noventa los Estados Unidos ha obstaculizado de diversas maneras la unificación política y militar europea, fomentando alianzas regionales alternativas y usando tratados bilaterales con los países de Europa oriental. El enfrentamiento con Francia y con Alemania, la designación de Polonia como potencia ocupadora del norte de Irak, la alianza angloamericana, y hasta buena parte de la política exterior tanto inglesa como francesa pueden entenderse mejor dentro de este contexto. Ciertamente, la comprensión de cómo se llega a la guerra debe tener en cuenta las relaciones entre los Estados Unidos y los países europeos, y, en la era de la tan mentada globalización postmoderna, debe apelar a concepciones decimonónicas del interés nacional.

Para entender porqué la guerra hay que entender al pueblo estadounidense, un pueblo obsesionado con su propia seguridad, conciente de su lugar en el mundo y absolutamente poseído por su cultura y sus certezas. A diferencia de nuestro liberalismo criollo que propician comerciantes interesados o novelistas confusos, el radicalismo liberal en Estados Unidos es sincero y casi universal. Llevados por sus temores y azuzados por los atentados contra las torres de Nueva York, los estadounidenses están dispuestos, sin mayor reflexión, a apoyar el uso de la violencia bélica, a causar «matanza, incendios, desolación».[4] Confían decididamente en su gobierno, y su gobierno ha utilizado descaradamente ese miedo y esta confianza para llevar a cabo sus políticas imperiales. «El poder del orgullo», lema popular en los Estados Unidos en los últimos tiempos, se despliega impreso sobre una bandera al viento en parachoques, vitrinas, maletines y publicaciones. No sorprende que un niño de Kansas diga que los Estados Unidos debe eliminar a «Saddam» y a cuanto dictador exista por ahí para hacerle un bien a los hombres, para ser la luz de la humanidad que anunciaron sus padres patrios, ni extraña que la prensa decida anunciarlo a los cuatro vientos. Ellos son

[4] DE VITTORIA, Francisco. «Sobre el poder civil, Sobre los indios, Sobre el derecho de la guerra». Traducción de Luis Frayle Delgado. Tecnos, 1998. p. 176.

los buena gente, los que van a sacrificarse y a morir por la libertad de todos. Por eso impactó que el padre de uno de los primeros soldados estadounidenses muertos en Irak declarara abiertamente que culpaba a Bush por la muerte de su hijo, aunque luego se ahogase esta denuncia en un mar de historias de heroísmo abnegado en aras del bien y la justicia. Para el sentido común estadounidense, alimentado con las imágenes de las cárceles de Hussein y de las fosas comunes en Basora, ellos han ayudado a Irak, e Irak está en deuda con ellos.

Otro hecho relevante y digno de mención por lo exótico es la creación en torno al secretario de defensa estadounidenses Donald Rumsfeld de un círculo de asesores y ayudantes que incluye, entre otros, a Paul Wolfowitz, subsecretario de defensa, a Adam Shulsky, director de la oficina de planes especiales del Pentágono, y al controvertido asesor Richard Perle. Se trata de un grupo influido por las ideas de Leo Strauss, un emigrante alemán que fue profesor de política en la *New School* de Nueva York y en la universidad de Chicago, y que murió en 1973. Strauss es un fenómeno intelectual peculiarmente estadounidense, a pesar de que estuvo algunos años en Inglaterra, donde publicó su primer libro, y de que inició su carrera académica en Alemania. Actualmente hay strausianos diseminados a través de los Estados Unidos en departamentos de política, de historia o de clásicos. Strauss concibió la historia como la lucha por la afirmación de la libertad frente a la tiranía y el abuso. Los grandes pensadores tienden a ser luchadores por la libertad que esconden sus ideas y escriben disfrazando sus verdaderos pensamientos detrás de un discurso aceptable para los poderosos. Para entender la historia hay que desvelar la agenda secreta de la libertad. Un principio hermenéutico de Strauss es «leer entre líneas». Los strausianos del departamento de defensa sostienen que frente a los enemigos de la libertad, para saber realmente cómo son las cosas, uno debe suponer que la realidad es mucho peor que lo que la evidencia confirma, y debe interpretar la evidencia desde este supuesto. La aplicación de las ideas de Strauss a la recolección y análisis de la información sobre Irak le permitió al departamento de defensa concluir, por supuesto que con la ayuda de datos proporcionados por Ahmed Chalabi, el Manrique del medio oriente, y otros exilados iraquíes de la misma calaña, que Irak poseía cuantiosas armas químicas y bacteriológicas y un programa de armas nucleares bastante avanzado, y que mantenía estrechas relaciones con *al Qaëda*. La prensa estadounidense ha sacado a la luz y denunciado esta bizarra presencia strausiana en la política exterior estadounidenses, pero no parece percibir la criminal soberbia desplegada en el centro mismo del gobierno de Bush.[5]

Mucho más consideración le ha prestado el gobierno estadounidense a cómo ocultar la realidad brutal de la guerra que a determinar cuál sería su costo en vidas y en sufrimiento. Rumsfeld permanece callado frente a la destrucción, pero corre a denunciar que la prensa está dándole demasiada cobertura al saqueo y muy poca al heroísmo y a las celebraciones por la liberación, como si la destrucción completa del museo nacional de arqueología y cultura de Irak fuese comparable con la parrillada que le ofrecen en su casa a una joven soldado que fue rescatada después de pasar una semana en manos iraquíes. Existen sospechas fundadas de que el uranio que se usa en las municiones de artillería gracias a su extrema dureza tiene un efecto salvaje e indiscriminado sobre la salud de la población, incrementando índices de cáncer y otras enfermedades asociadas con la contaminación radioactiva. Lejos de colaborar pronta y abiertamente para determinar los hechos, lejos de suspender el uso de uranio en el armamento mientras haya este riesgo (o de al menos explicar por qué es menos malo el seguir usándolo), el gobierno y las fuerzas armadas estadounidenses no han hecho sino interferir y desinformar.

Nadie puede negar que Irak con Saddam Hussein era un peligro para los Estados Unidos. Sin embargo, y dejando de lado la cuestión de cómo y por qué los Estados Unidos convierten a Hussein en su enemigo, cabe preguntarse ¿qué tan grave era el riesgo? ¿qué alternativas a la guerra habían para reducir el peligro? Los estadounidenses reconocen la relevancia moral de estas preguntas. No es inusual escuchar decir en Estados Unidos que esta guerra relativamente menor ha evitado una mucho mayor que tal vez se hubiese luchado en las calles de Nueva York.

La discusión moral sigue siendo la misma ahora que cuando escribí esta nota. Y prácticamente nada que sea moralmente relevante ha cambiado desde entonces.[6]

[5] Ver MERSN, Seymour M. «Selective Intelligence». En: The New Yorker, 12 de mayo del 2003. El anuncio reciente de que la CIA investigaría los errores de la inteligencia estadounidense sobre Irak es evidencia de que los strausianos pueden perder su lugar preeminente dentro de la política exterior estadounidense. Eso, sin embargo, no conllevaría un cambio importante en la política exterior de Bush.

[6] Estoy en deuda con Talbot Brewer, Fernando Carballo, Roque Carrión Wam, Cora Diamond, Patricia Mendoza, Isa Wiener y Alonso Zarzar, por sus comentarios y por nuestras conversaciones sobre estos temas.

ESTUDIO OLAECHEA
1878 - 2003

BERNARDO MONTEAGUDO 201
SAN ISIDRO

TELF: 264-4040
FAX: 264-3080

LIBERALES Y ESTATISTAS EN AMÉRICA LATINA

Alfredo Torres Guzmán

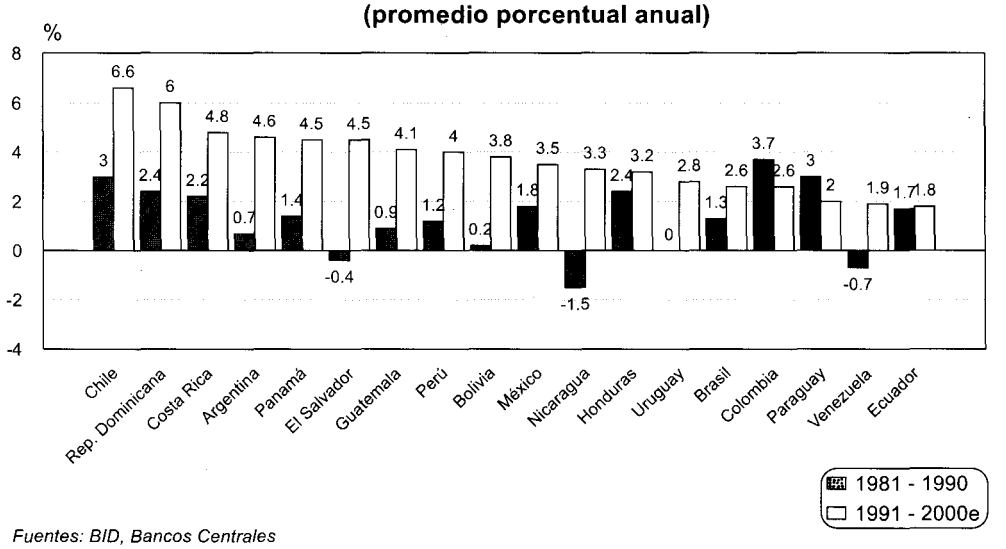
¿Las privatizaciones de las empresas estatales han sido beneficiosas para el país? ¿El Estado debe dejar la actividad productiva al sector privado? ¿La economía de mercado es lo más conveniente para el país? A la luz del análisis y clasificación de respuestas a preguntas de este tipo en diferentes periodos de tiempo y en el contexto latinoamericano de aplicación generalizada de modelos de economía de mercado, el autor elabora un estudio sobre las actitudes de la opinión pública hacia el modelo económico en los siete países de mayor envergadura de América Latina.

La década del ochenta fue considerada en su momento una década perdida en América Latina. La mayoría de los países de la región sufrió de inflación y estancamiento económico, con el consiguiente incremento en la pobreza. El país que más creció en aquella década fue Colombia, que lo hizo a un ritmo promedio del 3.7%. Como reacción a esta situación, la mayor parte de América Latina abrazó durante los noventas un modelo de economía de mercado, en el entendido que el Estado debía dejar la actividad productiva al sector privado. Se llevó a cabo entonces una ola de privatizaciones en la región. Como resultado de este cambio de orientación en las políticas económicas se incrementó el flujo de inversión en la región y la economía creció a tasas más elevadas. Nueve países, encabezados por Chile, crecieron a un promedio anual superior al 3.7% alcanzado por Colombia en la década anterior. Al final de la década, sin embargo, los resultados eran decepcionantes: la pobreza apenas se había reducido y la mayor parte de América Latina mostraba signos de estancamiento.

El apoyo de la opinión pública a las políticas liberales llegó a su cúspide probablemente a inicios de los noventas, cuando existía una gran expectativa por el cambio que podrían traer las privatizaciones. Si bien no existía aún el Latinobarómetro, algunas encuestas locales tienden a confirmar esta impresión. En el Perú, por ejemplo, el apoyo a la privatización según encuestas de Apoyo Opinión y Mercado llegó a ser de 62% en 1992. Cuando en 1998 el Latinobarómetro empieza a medir las actitudes de la ciudadanía hacia la economía de mercado, el modelo ya había perdido parte de su popularidad inicial. En el Perú, por ejemplo, el respaldo a las privatizaciones de acuerdo a la medición de Apoyo para el Latinobarómetro era de 44%. Sin embargo, todavía amplios sectores de la población consideraban que la economía de mercado y las privatizaciones eran lo más conveniente para el desarrollo. La reciente medición del Latinobarómetro 2002 muestra que esta corriente de opinión está en franco declive, lo que se viene confirmando en la mayor parte de los procesos electorales que se han llevado a cabo en los últimos años.

Crecimiento promedio del PBI en América Latina para el período 1981 - 2000

(promedio porcentual anual)



Fuentes: BID, Bancos Centrales
e = Asumiendo el crecimiento estimado para el año 2000
Kuczynski, Pedro P. y Ortiz de Zevallos, Felipe, Competir y Crear Empleo, Lima 2001.

Indicadores de América Latina y el Caribe 2001

País	PBI (en miles de US$)	Participación del PBI de América Latina y el Caribe %	Población (en miles de habitantes)	Participación de la población de América Latina y el Caribe %	Área (en km²)	Participación territorial de los países de América Latina y el Caribe %
Argentina	268,772,600	13.83	37,478	7.16	2,779,221	14
Brasil	502,508,800	25.86	172,564	32.95	8,547,403	43
Chile	63,545,200	3.27	15,397	2.94	756,626	4
Colombia	83,432,150	4.29	43,035	8.22	1,141,748	6
México	617,817,000	31.79	99,415	18.98	1,958,201	10
Perú	54,046,610	2.78	26,088	4.98	1,285,216	6
Venezuela	124,948,500	6.43	24,632	4.70	912,050	5
Subtotal	**1,715,070,860**	**88.25**	**418,610**	**79.94**	**17,380,465**	**87**
Resto de países de América Latina y el Caribe	228,279,140	11.75	105,069	20.06	2,619,535	13
América Latina y el Caribe	**1,943,350,000**		**523,679**		**20,000,000**	

Fuente: Banco Mundial - World Development Indicators Database
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

OBJETIVOS

Este trabajo se propone determinar lo siguiente:

a) En qué países se ha producido un mayor desencanto con el modelo liberal en los últimos años y cuáles serían los pueblos que serían hoy más favorables a una mayor intervención del estado en la economía.
b) Qué proporción de la población puede calificarse de liberal o estatista en la actualidad y cuan duras o moderadas son estas posiciones.
c) Si es que existen características sociodemográficas que diferencian a una persona que podría denominarse «liberal» de una que podría calificarse de «estatista».
d) Si es que existen diferencias en las actitudes hacia la vida y el futuro entre liberales y estatistas.

METODOLOGÍA

El Latinobarómetro tiene la gran virtud de acumular anualmente inmensas cantidades de datos sobre 17 países de la región. Para el investigador esto es un gran desafío pero también constituye un riesgo. Por ello, en este trabajo se ha optado por limitar el análisis a los 7 países de mayor envergadura de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Méjico, Perú y Venezuela. Estos siete países representan el 80% de la población, el 87% del territorio y el 88% del PBI de América Latina y el Caribe. No obstante, dadas las similitudes entre los diversos países de la región, es posible que las conclusiones que se desprendan de esta investigación sean también de aplicación a la mayoría de los países más pequeños. La medición de las actitudes de la opinión pública hacia el modelo económico empezó en el Latinobarómetro de manera extensiva en 1998. Posteriormente se han repetido varias de las preguntas incluidas en 1998, aunque en diferentes mediciones. Tres de las preguntas más relevantes se han repetido en el 2002, lo que permite hacer comparaciones entre ambos años con un índice construido a partir de dichas preguntas. Por lo tanto, en este trabajo el análisis se limita a los años 1998 y 2002.

Se ha construido un índice de ideología económica con el propósito de segmentar a la población en diferentes grupos en la oposición Mercado – Estado. Estas preguntas fueron aplicadas con la escala: «Está usted muy de acuerdo, de acuerdo, en desacuerdo o muy en desacuerdo con cada una de las frases que le voy a leer...»

Las frases seleccionadas fueron:

a) Las privatizaciones de las empresas estatales han sido beneficiosas para el país.
b) El Estado debe dejar la actividad productiva al sector privado.
c) La economía de mercado es lo más conveniente para el país.

Estas variables fueron elegidas luego de comprobar que poseían un alto grado de asociación y que, en conjunto, segmentaban significativamente el total de la población. El método usado para determinar este conjunto de variables fue el análisis factorial. Los resultados iniciales indicaban que la mejor selección era contar con las frases mencionadas.

Para la validación de los resultados se combinó el análisis de conglomerados junto con el análisis de confiabilidad escalar Alpha de

Cronbach y el análisis discriminante, metodologías que permiten asegurar que este grupo de variables diferencian a la población según sus tendencias ideológicas en materia económica.

Finalmente, se construyeron 5 grupos a partir de las respuestas a estas tres preguntas:

1) Liberales duros o definidos: quienes declararon estar «muy de acuerdo» con al menos dos de las tres frases.
2) Liberales moderados: quienes estuvieron en general «de acuerdo» pero no «muy de acuerdo» con estas frases.
3) Estatistas moderados: quienes estuvieron en general «en desacuerdo» pero no «muy en desacuerdo» con estas frases.
4) Estatistas duros o definidos: quienes declararon estar «muy en desacuerdo» con al menos dos de las tres frases.
5) Dudosos: quienes no definieron su posición con relación a por lo menos una de las tres frases.

Adicionalmente, se construyó un índice de nivel de riqueza del hogar sobre la base de la tenencia y el acceso a los siguientes bienes y servicios:

a) Televisor a color
b) Heladera / refrigerador
c) Computadora
d) Lavarropas / lavadora
e) Teléfono
f) Auto
g) Segunda casa o departamento
h) Agua potable (cañería entubada)
i) Agua caliente
j) Alcantarillado.

Cabe señalar que se excluyó de la batería de preguntas la tendencia de casa propia debido a que se observó que muchas familias en situación de pobreza cuentan con una vivienda autoconstruída que es propia porque no pueden acceder a viviendas en mejor condición que se ofrecen en alquiler, debido a que carecen de los ingresos regulares para pagar dicho alquiler. Por lo tanto, la tenencia de casa propia no es un buen indicador de riqueza del hogar.

A partir de las respuestas a los 10 indicadores seleccionados se construyó el índice de riqueza del hogar con la siguiente escala

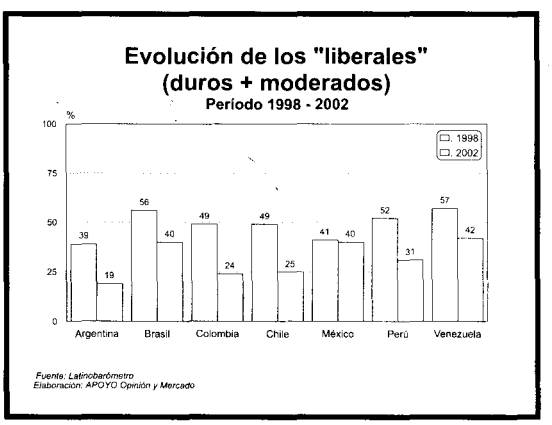
a) Afluentes: 8, 9 ó 10 respuestas afirmativas
b) Ajustados: 4, 5, 6 ó 7 respuestas afirmativas
c) Carentes: 0, 1, 2 ó 3 respuestas afirmativas

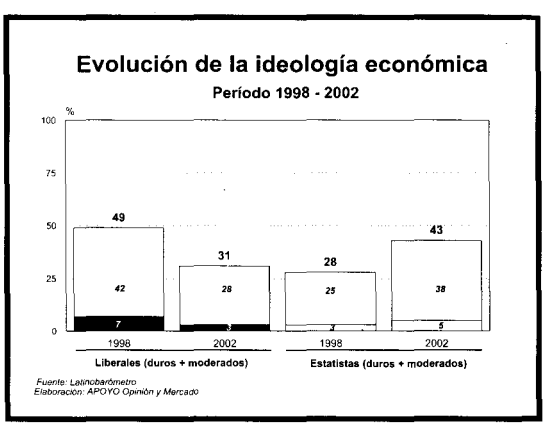
Esta escala permitirá cruzar la ideología económica con la riqueza del hogar. Sin embargo, no puede considerarse un buen indicador de la riqueza relativa de los ciudadanos de cada país debido a que las muestras, lamentablemente, no son nacionales en todos los casos.

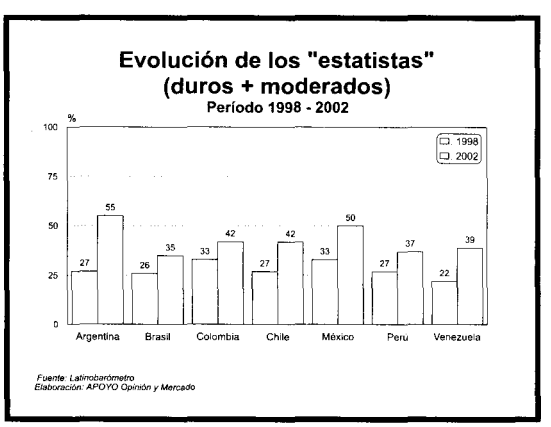
RESULTADOS :

EL DESENCANTO CON EL LIBERALISMO

En 1998, la población estudiada tendía hacia un liberalismo moderado. Si bien sólo el 7% eran liberales duros o definidos, el 42% eran liberales moderados mientras el 25% estatistas moderados y sólo el 3% estatistas duros o definidos. En el 2002, las posiciones se han invertido. Los liberales definidos se han







reducido al 3% mientras los estatistas definidos se han incrementado a 5%. A su vez, los liberales moderados han disminuido a 28% y el grupo mayoritario lo constituyen ahora los estatistas moderados, que ascienden a 38%. Los pueblos más liberales, en 1998, eran Brasil, Perú y Venezuela. En los tres casos, más del 50% de los encuestados se inclinaban hacia el liberalismo. En el 2002, el país con más liberales sigue siendo Venezuela, aunque esta vez con el 42%, seguido de Brasil y Méjico, con 40%. A su vez, los más estatistas en 1998 eran Colombia y Méjico con 33% cada uno. En el 2002, el más estatista es Argentina con 55%, seguido de Méjico con 50%.

Cabe destacar que en los siete países evaluados se ha producido una disminución de los liberales y un incremento de los estatistas. El caso más marcado es el de Argentina donde, como consecuencia de la debacle de su singular modelo económico, la población se ha volcado en contra de los postulados del liberalismo. En cambio en Méjico, la proporción de liberales se mantiene relativamente constante, pero han aumentado los estatistas en desmedro de los dudosos. Lo contrario ha ocurrido en Chile y Colombia, donde la disminución del apoyo al liberalismo ha venido acompañada tanto de un incremento del respaldo a posiciones estatistas como del incremento de los dudosos, que han llegado a ser, en ambos casos, uno de cada tres entrevistados. Por último, en Brasil y Venezuela sigue habiendo algo más liberales que estatistas. En los otros cinco países los partidarios de una mayor intervención del Estado superan a los liberales.

De las tres variables que integran el índice de ideología económica, la mayor variación se ha dado en el respaldo a las privatizaciones, que cae de 46% en 1998 a 28% en el 2002. Cabe destacar que este respaldo cayó en todos los países evaluados, aunque las diferencias entre los países se mantuvieron relativamente similares. Es decir, Venezuela fue, tanto en 1998 como en el 2002, el país con mayor proporción de partidarios de las privatizaciones; mientras Argentina fue, en ambas mediciones, el país con mayor proporción de opositores a las privatizaciones.

El grado de acuerdo con la tesis de que el Estado debe dejar la actividad productiva al sector privado también disminuyó, aunque en menor proporción. En este caso bajó de 51% a 34%. Nuevamente, se encontró una reducción del acuerdo en los sietes países investigados. En esta variable hay menores diferencias entre los países aunque el Perú aparece como ligeramente más liberal en ambas mediciones y Colombia marginalmente más estatista en el 2002.

El apoyo a la idea de que la economía de mercado es lo más conveniente para el país es la variable que muestra menos variación de las tres seleccionadas. Bajó de 63% en 1998 a 55% en el 2002 pero quienes estaban en contra apenas subieron de 21% a 25% porque se produjo un incremento también de los que no precisaron una respuesta. En este caso, sí hubo variaciones de distinto signo en los diferentes países. Así, en Brasil y México se incrementó ligeramente el apoyo a la economía de mercado, mientras en los demás países se produjo una disminución. En 1998, México era el país que menos confiaba en la economía de mercado, hoy es uno de los que más confía, consecuencia

Grado de acuerdo con algunos postulados liberales - 1998-2002

Postulados		Muy de acuerdo (4) %	De acuerdo (3) %	En desacuerdo (2) %	Muy en desacuerdo (1) %	NS / NR %	Promedio	
Las privatizaciones de las empresas estatales han sido beneficiosas para el país	1998	12	(34)	30	13	10	2.5	-0.4
	2002	7	21	26	(27)	10	2.1	
El estado debe dejar la actividad productiva al sector privado	1998	14	(37)	28	11	10	2.6	-0.3
	2002	8	26	(34)	18	12	2.3	
La economía de mercado es lo más conveniente para el país	1998	19	44	16	5	16	2.9	-0.1
	2002	16	39	17	8	21	2.8	

Fuente: Latinobarómetro
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Aceptación de algunas tesis liberales - 1998

Están de acuerdo o muy de acuerdo con las siguientes frases:	Según ideología económica					
	Total	Liberales duros	Liberales moderados	Estatistas moderados	Estatistas duros	Dudosos
	%	%	%	%	%	%
Debe fomentarse la inversión extranjera	68	89	79	58	30	56
La empresa privada es beneficiosa para el país	66	94	82	48	25	52
Los precios de los productos deben ser determinados por la libre competencia	58	84	71	49	20	40
El gobierno debe colaborar con los organismos financieros internacionales	58	82	72	52	27	38

Fuente: Latinobarómetro 1998
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

probablemente del crecimiento económico que ha experimentado en los últimos años. En el 2002, el país que menos cree en la economía de mercado es Argentina, consecuencia de la profunda crisis que sufre, la cual es percibida por muchos argentinos como un fracaso del modelo liberal en la medida en que así percibían el régimen económico que estalló con la caída del presidente Fernando de la Rúa. El caso de Brasil es interesante porque revela que si bien la ciudadanía ha votado en el 2002 por un candidato de centro izquierda, la mayoría quisiera que este continúe, al menos formalmente, dentro un modelo de economía de mercado.

RADICALES, CENTRISTAS Y CONTRADICTORIOS

Ya se ha visto que predominan las tendencias moderadas sobre las que hemos denominado «duras». En 1998 los liberales y estatistas moderados sumaban 66% mientras los duros o definidos eran sólo 8%. En el 2002 los moderados constituyen el 67% de la población mientras los definidos representan el 10%. Sin embargo, incluso este 8% ó 10% de personas que supuestamente tienen una ideología económica marcada no son radicales como podría creerse.

Veamos primero la aceptación general de algunas tesis liberales en la medición de 1998:

a) El 68% estaba de acuerdo con que debe fomentarse la inversión extranjera, incluyendo un 30% de estatistas definidos.
b) El 58% estaba de acuerdo con que los precios de los productos deben ser determinados por la libre competencia, incluyendo un 20% de estatistas definidos.
c) El 66% estaba de acuerdo con que la empresa privada es beneficiosa para el país, incluyendo un 25% de estatistas definidos.
d) El 58% estaba de acuerdo con que el gobierno debe colaborar con los

Los servicios públicos: ¿propiedad estatal o privada? - 1998

Consideran que el siguiente servicio debe estar mayoritariamente en manos del Estado	Según ideología económica					
	Total	Liberales duros	Liberales moderados	Estatistas moderados	Estatistas duros	Dudosos
	%	%	%	%	%	%
La educación primaria / básica	82	73	79	87	84	86
La salud	75	63	69	81	82	79
Las pensiones / las jubilaciones	73	63	69	80	85	76
El agua potable	68	49	62	79	82	72
El desagüe / alcantarillado	68	53	63	78	77	70
El petróleo / los combustibles	64	47	59	73	73	65
Los servicios eléctricos	63	43	57	74	78	65
Los teléfonos	55	33	48	66	71	59

Fuente: Latinobarómetro 1998
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Algunos servicios son demasiado importantes como para dejarlos en manos privadas - 2002

¿Qué tan de acuerdo está con esta frase?		Ideología económica					
		Total	Liberales duros	Liberales moderados	Estatistas moderados	Estatistas duros	Dudosos
			%	%	%	%	%
Muy de acuerdo	(4)	25	44	22	26	43	22
De acuerdo	(3)	40	22	45	46	25	32
En desacuerdo	(2)	17	22	23	19	11	9
Muy en desacuerdo	(1)	8	12	7	8	20	5
NS / NR		10	1	3	2	0	31
Promedio		**2.9**	**3.0**	**2.8**	**2.9**	**2.9**	**3.1**

Fuente: Latinobarómetro 2002
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

organismos financieros internacionales, incluyendo un 27% de estatistas definidos.

En la misma investigación, sin embargo, también la mayoría –incluyendo muchos liberales- respaldaba tesis estatistas. Veamos:
a) El 64% sostenía que el petróleo debía estar en manos estatales, incluyendo 47% de liberales definidos.

del 2002 es de 68% de acuerdo, incluyendo a 44% de los liberales definidos. No debe descartarse, sin embargo, la posibilidad de que algunas preguntas no hayan sido bien entendidas, especialmente las que se formulan de manera elíptica. Por ejemplo, todo indica que la frase «algunos servicios públicos son demasiado importantes para dejarlos en manos privadas» ha resultado confusa ya que entre quienes están más

Los impuestos deberían ser lo más bajos posibles, aunque con esto se tenga que reducir el gasto social - 2002

¿Qué tan de acuerdo está con esta frase?		Ideología económica					
		Total	Liberales duros	Liberales moderados	Estatistas moderados	Estatistas duros	Dudosos
			%	%	%	%	%
Muy de acuerdo	(4)	20	45	22	17	28	19
De acuerdo	(3)	35	25	42	39	23	26
En desacuerdo	(2)	22	12	26	28	20	12
Muy en desacuerdo	(1)	11	16	8	13	26	8
NS / NR		11	2	3	3	3	35
Promedio		**2.7**	**3.0**	**2.8**	**2.6**	**2.5**	**2.9**

Fuente: Latinobarómetro 2002
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

b) El 63% pensaba que los servicios eléctricos debían estar en manos del Estado, incluyendo un 43% de liberales definidos.
c) El 68% consideraba que el agua debía estar en manos del Estado, incluyendo 49% de liberales definidos.
d) El 55% creía que los teléfonos debían estar en manos del Estado, incluyendo 33% de liberales definidos.

En la medición del 2002, también se encuentran evidencias de que los liberales definidos no son radicales con una pregunta similar a la batería de 1998, en la cual se inquiere si considera que el Estado debe hacerse cargo de los servicios básicos como la salud, la educación y el agua. La respuesta

de acuerdo con ella en el 2002 se encuentran los liberales definidos, en una proporción similar a los estatistas definidos y por encima de los moderados de ambas corrientes.

Otras preguntas que suponen un mayor grado de cultura económica también presentan resultados poco coherentes. Por ejemplo, la afirmación «los impuestos deberían ser los más bajos posibles, aunque con esto se tenga que reducir el gasto social» es respaldada por el 55% de los entrevistados en el 2002, proporción que se eleva al 70% en el caso de los liberales, lo que es lógico, pero también al 51% en los estatistas definidos, lo que revela que en este sector hay una demanda por un mayor rol del Estado en la dirección de la

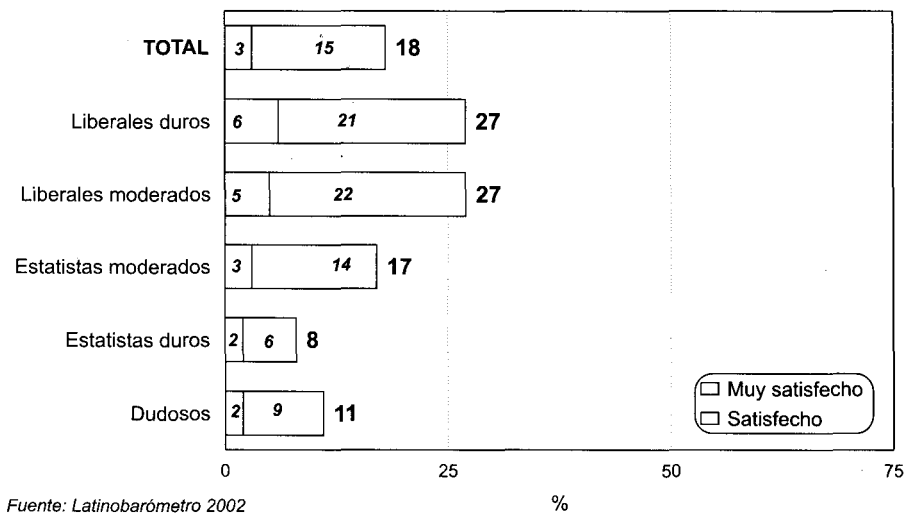
¿Con cuál de las siguientes frases está usted más de acuerdo? - 1998

Afirmaciones	Ideología económica					
	Total	Liberales duros	Liberales moderados	Estatistas moderados	Estatistas duros	Dudosos
		%	%	%	%	%
Que el país mejore la distribución de la riqueza	51	45	50	51	(61)	53
Que el país aumente su producción y productividad	47	(54)	48	48	36	42
NS / NR	2	1	1	1	3	5

Fuente: Latinobarómetro 1998
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Satisfacción con el funcionamiento de la economía de mercado en el país en 2002

"Muy satisfecho" + "satisfecho"



Fuente: Latinobarómetro 2002
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

economía sin una conciencia clara de lo que ello implica en términos del presupuesto público.

Del mismo modo, también parecen incoherentes las reacciones a la expresión «los trabajadores necesitan sindicatos fuertes para proteger sus condiciones de trabajo y salarios» que recibe el acuerdo de 68% de los entrevistados incluyendo, sorprendentemente, 77% de los liberales definidos. En cambio, la posición antisindical que asciende al 25% de los entrevistados, se eleva entre los estatistas a 32%. Sólo cabe especular que parte de estos últimos son en realidad más partidarios de un régimen paternalista de corte autoritario que del clasismo sindicalista o que, simplemente, consideran que es responsabilidad del Estado el otorgar buenas condiciones de trabajo y salarios. Las actitudes de las diversas ideologías frente a la disyuntiva «distribución de la riqueza vs. aumento de la producción» sí presentan diferencias significativas entre las distintas corrientes ideológicas, pero menos marcadas que lo que podría esperarse. Así mientras los liberales definidos priorizan el crecimiento económico sobre la distribución de la riqueza, en una proporción de 54% a 45%, entre los estatistas definidos se prioriza la distribución en una proporción de 61% a 36%. Esta evaluación, efectuada en 1998 también permitía apreciar que los pueblos más orientados al crecimiento económico eran Colombia, Méjico y Perú, mientras que los que privilegiaban la distribución eran Chile, Brasil, Venezuela y Argentina.

Por último, en lo que se refiere al grado de satisfacción con el funcionamiento de la economía de mercado en la medición del 2002,

Ideología económica según riqueza del hogar 1998 - 2002

Grado de riqueza en el hogar		Total %	Liberales duros %	Liberales moderados %	Estatistas moderados %	Estatistas duros %	Dudosos %
Afluentes	1998	36	(45)	(40)	33	35	29
	2002	35	(41)	39	38	37	25
Ajustados	1998	52	47	49	(55)	(55)	(54)
	2002	49	42	48	49	49	(52)
Carentes	1998	8	5	7	8	6	(12)
	2002	13	16	10	10	9	(19)

Fuente: Latinobarómetro
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

se aprecia una corriente mayoritaria de insatisfacción. Sólo el 18% se declara satisfecho, proporción que se eleva a apenas 27% entre los liberales y cae al 8% entre los estatistas definidos. Cabe señalar que los más satisfechos son los mejicanos (34%) mientras que, como era previsible, entre los argentinos casi nadie (2%) declara estar satisfecho con su funcionamiento.

La responsabilidad de este mal funcionamiento es adjudicada, en primer lugar, a la política económica del gobierno. En esto coinciden liberales y estatistas. La diferencia estriba en que estos últimos son más pródigos en encontrar culpables, ya que son los que más mencionan como corresponsables a los empresarios, el FMI, la globalización y los bancos.

PERFILES SOCIODEMOGRÁFICOS

El cruce de los segmentos elaborados a partir de las ideologías económicas con las variables sociodemográficas muestra diferencias significativas según la riqueza del hogar, así como ciertas diferencias de acuerdo al sexo, la educación y la ocupación del entrevistado. En cambio, no se aprecian mayores diferencias según la edad.

De acuerdo al índice de riqueza del hogar construido a partir de la tenencia o el acceso a un conjunto de bienes y servicios, las personas que podrían calificarse de afluentes (alrededor de un tercio de la población) son las que muestran mayor propensión a adoptar posiciones liberales, tanto en la medición de 1998 como en la del 2002. Esto confirmaría la creencia tradicional de que las personas de mayor riqueza tienden a favorecer el modelo liberal en la medida en que tiende a favorecer su situación de privilegio. En cambio, quienes se encuentran en una condición familiar que podría calificarse de «ajustada» (alrededor de la mitad de la población) , tienden a adoptar posiciones estatistas en ambas mediciones. Es este sector el que podría aspirar a una mejora en sus condiciones de vida a través de un Estado más interventor. Por último, quienes están en una situación de «carentes» (alrededor del 10% de la población) tienden a ser más dudosos en materia de ideología económica.

Ideología económica según ingreso subjetivo 1998 - 2002

¿El ingreso total familiar le permite cubrir sus necesidades?		Total %	Liberales duros %	Liberales moderados %	Estatistas moderados %	Estatistas duros %	Dudosos %
Sí alcanza para cubrir las necesidades	1998	42	52	47	40	39	32
	2002	41	52	48	42	35	30
No alcanza para cubrir las necesidades	1998	57	45	51	58	61	67
	2002	58	46	51	57	64	68

Fuente: Latinobarómetro
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Con respecto al género, se aprecia en ambas mediciones una mayor proporción de hombres que de mujeres (55% vs. 45%, en ambos casos) entre los liberales definidos. Entre las mujeres hay algo más estatistas y dudosas. Por edades, las diferencias son menos claras. En 1998 había algo más de estatistas entre las personas de 26 a 35 años y de liberales entre los mayores de 55 años, pero esas tendencias no continúan en el 2002. Este año las respuestas de los diferentes grupos de edad son muy similares.

En materia educativa, se observa cierta propensión de las personas con educación superior a sostener posiciones liberales tanto en 1998 como en el 2002, mientras que en los demás niveles educativos no se observan patrones claros. En alguna medida esta situación puede atribuirse a cierta inconsistencia de la data, especialmente en Colombia y Venezuela. En 1998 Colombia carece de datos en el 54% de los casos (en la tabla resumen de educación del entrevistado); mientras que en Venezuela llama la atención que salte de 15% de personas con educación básica incompleta o analfabetos en 1998 a 54% en el 2002.

Las diferencias por ocupación tampoco son muy significativas. En 1998 los asalariados en empresas privadas eran algo más liberales y los asalariados en empresas públicas algo más estatistas. En el 2002, en cambio, ya no se observa diferencias significativas entre estos trabajadores –quizá cambió el perfil de los empleados públicos- mientras que los independientes o trabajadores por cuenta propia son los que presentan una mayor inclinación hacia posiciones liberales mientras aquellas personas que no trabajan o se ocupan del cuidado de la casa tienden a ser más estatistas.

Expectativas sobre la situación económica del país en los próximos 12 meses 1998 - 2002

Expectativas		Total %	Liberales duros %	Liberales moderados %	Estatistas moderados %	Estatistas duros %	Dudosos %
Estará mejor	1998	21	27	24	20	18	16
	2002	29	33	33	30	28	25
Estará peor	1998	37	34	34	40	42	40
	2002	27	24	25	28	33	28

Fuente: Latinobarómetro
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Expectativas sobre la situación económica familiar en los próximos 12 meses 1998 - 2002

Expectativas		Total %	Liberales duros %	Liberales moderados %	Estatistas moderados %	Estatistas duros %	Dudosos %
Estará mejor	1998	31	37	35	29	31	26
	2002	43	49	48	43	35	37
Estará peor	1998	24	21	21	28	27	27
	2002	15	12	14	17	21	16

Fuente: Latinobarómetro *
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Si la gente quiere encontrar un trabajo, puede encontrarlo - 2002

¿Qué tan de acuerdo está con esta frase?		Ideología económica: Total %	Liberales duros %	Liberales moderados %	Estatistas moderados %	Estatistas duros %	Dudosos %
Muy de acuerdo	(4)	13	41	16	12	14	9
De acuerdo	(3)	24	17	33	26	12	16
En desacuerdo	(2)	24	13	27	28	18	19
Muy en desacuerdo	(1)	31	29	22	33	53	34
NS / NR		8	0	3	1	3	22
	Promedio	2.2	2.7	2.4	2.2	1.9	2.0

Fuente: Latinobarómetro 2002
Elaboración: APOYO Opinión y Mercado

Donde sí se aprecian diferencias significativas es en el ingreso subjetivo, es decir la percepción sobre si el ingreso familiar les alcanza o no para vivir. En 1998, el ingreso subjetivo satisfactorio era de 42%. En el 2002, fue 41%. En ambas mediciones los liberales declararon ingresos subjetivos satisfactorios del orden del 50%, mientras que para los estatistas este fue del orden del 40%.

VISIÓN DEL FUTURO

Un tema que cuenta con preguntas equivalentes en 1998 y el 2002 es el de las expectativas con relación al futuro. En ambas mediciones se pregunta por la creencia de si en los próximos doce meses la situación económica del país y de la familia va a ser mejor, igual o peor que ahora. También en ambos casos se evalúa la expectativa de largo plazo a través de la pregunta sobre si cree que sus hijos vivirán mejor. Los resultados en los tres casos muestran un mayor optimismo entre los liberales que entre los estatistas.

Con respecto a la situación económica futura del país, los optimistas en 1998 eran 21%, proporción que se eleva a 27% entre los liberales. En el 2002, los optimistas ascendían a 29% mientras que entre los liberales a 33%. Del mismo modo, con respecto al futuro de la situación económica familiar, los optimistas en 1998 eran 31% en general y 37% entre los liberales duros. En el 2002, los optimistas sumaban 43% en el total y 49% entre los liberales duros.

En el caso de la expectativa de mediano plazo las diferencias son también claras. En 1998, el 45% pensaba que sus hijos vivirían mejor que sus padres, proporción que alcanzaba el 54% entre los liberales duros. En el 2002, la percepción de que los hijos vivirían mejor en el futuro ascendía a 50% en general y 58% entre los liberales duros o definidos.

En el Latinobarómetro 2002 se incluyen algunas preguntas de expectativas que confirman esta diferencia de actitudes entre liberales y estatistas. Así, cuando se pregunta si cuando una persona realmente quiere un trabajo puede encontrarlo, la respuesta general de 37% presenta grandes diferencias entre el 58% de liberales duros que piensan que sí y el 26% de estatistas duros que son de la misma opinión.

Del mismo modo, cuando se pregunta cuando cree el entrevistado que alcanzará el nivel de vida que le corresponde, el 8% de los liberales duros responden que nunca; mientras que entre los estatistas duros esta respuesta asciende a 16%. Con respecto al tiempo que le tomará al país llegar a ser un país desarrollado ocurre algo similar: entre los liberales duros el 13% cree que su país nunca llegará a ser desarrollado, mientras que entre los estatistas duros la proporción de pesimistas se eleva a 22%.

CONCLUSIONES

1) En los siete países de mayor envergadura de América Latina, materia de este trabajo, se ha producido una marcada pérdida de confianza en el modelo liberal durante los últimos años. Sólo uno de cada tres entrevistados en el Latinobarómetro 2002 tiende hacia el liberalismo. En 1998, era la mitad de la población y es probable que esta proporción haya sido mayor con anterioridad a esa fecha.

2) El país que más se ha alejado del liberalismo en los últimos años es la Argentina. Sólo el 19% de la población en el 2002 -la mitad que en 1998- adhiere tesis liberales, mientras el 55% tiende al estatismo, el doble que cuatro años antes. Es evidente que el fracaso del modelo económico argentino ha sido adjudicado al liberalismo. En cambio, el país con más liberales es Venezuela. Esta mayor fortaleza relativa de los liberales en este país pueden haberse generado por reacción a Hugo Chávez, un gobernante de retórica populista, cuyo desempeño ha deteriorado seriamente la economía de ese país.

3) Este alejamiento de las ideas liberales no es tanto con relación a la idea de una economía de mercado -que sigue siendo respaldada por el 55% de la población mientras es rechazada por el 29%- sino hacia el desempeño del modelo en la región, que para el 75% de los entrevistados ha sido insatisfactorio, especialmente en un contexto en el que el 58 % de la población siente que el ingreso no le alcanza para cubrir sus necesidades.

4) Uno de los aspectos del modelo liberal que ha generado mayor rechazo ha sido el proceso de privatización. Sólo el 28% piensa en la actualidad que el proceso ha sido beneficioso mientras el 55% considera que ha sido perjudicial. Los incrementos de tarifas, la pérdida de puestos de trabajo y la sombra de

la corrupción explicarían el rechazo actual a las privatizaciones.

5) Desde el punto de vista sociodemográfico, no existen grandes diferencias entre liberales y estatistas salvo su situación económica. Las personas con mejor situación económica tienden a ser más liberales mientras que quienes se encuentran en una situación más ajustada tienden a inclinarse por posiciones estatistas. Algo más marcadas son las diferencias según el ingreso subjetivo. Quienes consideran que el dinero les alcanza para cubrir sus necesidades son más liberales, mientras que los que consideran que no les alcanza son más estatistas.

6) Las mayores diferencias entre liberales y estatistas se encuentran en sus actitudes hacia el futuro. Los liberales tienden a ser bastante más optimistas en relación con el futuro familiar y del país, tanto para el corto plazo -los próximos 12 meses- como para el largo plazo: el futuro de los hijos. En cambio, los estatistas -sobre todo los más definidos- tienden a ser más pesimistas, sobre todo en relación con su futuro personal con las posibilidades de conseguir un trabajo. Es decir, a mayor temor al futuro, mayor demanda de protección del Estado.

De todo lo anterior puede inferirse que la adhesión hacia posiciones más liberales o más estatistas en política económica no se sustenta tanto en posiciones ideológicas -como lo muestran las diversas contradicciones encontradas- sino que estaría condicionada tanto por las experiencias de gestión gubernamental vividas en cada país como por la situación económica objetiva y subjetiva de cada persona y sus actitudes hacia su futuro.

LA IMPUGNACIÓN DEL LAUDO CONTRARIO AL ORDEN PÚBLICO EN LA LEY GENERAL DE ARBITRAJE

Ramiro Portocarrero Lanatta

«...si el mandamiento, o el juicio de los avenidores fuesse contra nuestra Ley, contra natura, o contra buenas costumbres, o fuesse tan desaguisado que non se pudiese cumplir (...), non valdría lo que así mandassen, nin la parte que así non lo quisiesse obdecer, non caeria por ende en pena».

Partidas, III, 4, 34.

1. EL ARBITRAJE Y SU IMPUGNACIÓN

1.1 Introducción a la problemática

Ante la actual crisis de la justicia peruana, son comprensibles los esfuerzos de un sector de nuestros autores por expandir el campo del arbitraje y ello, como se aprecia en la Ley General de Arbitraje (Ley 26572, LGA), a través de dos vías: la ampliación de las materias que pueden ser sometidas a arbitraje y la restricción de los controles judiciales a su mínima expresión. En efecto, los conflictos respecto de los que cabe arbitraje se han extendido (pasando por admitir el arbitraje contra el Estado) hasta incorporar la tutela de derechos *supraindividuales* (en principio no disponibles). De otro lado, el artículo 73 de la LGA ha dispuesto, taxativamente, bajo qué condiciones es posible anular un laudo y el artículo 83 de la misma confiere al laudo, sin que sea necesaria su homologación, la calidad de título de ejecución, equiparándolo a una sentencia.

A la base de esta tendencia está, creemos, además de una fundada consideración sobre la legitimidad y valía del arbitraje, la idea de que, en la medida que el conflicto interesa a las partes y versa sobre derechos disponibles (LGA, artículo 1) éstas pueden resolverlo como mejor les parezca. Y si escogieron el arbitraje, nada tiene que hacer el Poder Judicial respecto de tal controversia. Contribuirá a su ejecución o formalización a lo más, con la coerción propia del aparato del Estado. Por nuestra parte, consideramos que tal tendencia, inclusive dentro de su propia lógica, no tiene una expresión correcta en la LGA. En nuestro concepto, los límites del arbitraje son aquellos respecto de los cuales las partes no tienen libre disposición. Y esta indisponibilidad no sólo se presenta con el conflicto en sí (familia, contenciones con la Administración en ejercicio de sus funciones, etc.), sino con el modo en que éste se resuelve.

Pero esto no es pacíficamente aceptado. Entre nuestros autores se ha admitido, expresamente que: «Es posible, entonces, ir contra las normas de orden público cuando éstas se basan en razones de seguridad jurídica, que son determinantes cuando se legisla de manera general pero que pueden no estar presentes en un determinado caso concreto»[1]. Tal posición, referida al arbitraje de equidad, puede estar fundada en el hecho de que bajo la LGA no es posible anular un laudo contrario al orden público, sea que se trate de un arbitraje de derecho o de equidad.

Ese problema (los límites de lo arbitrable y el modo en que se deciden las controversias) no es extraño en otros sistemas legales. Por el contrario, los principales sistemas tributarios de la tradición romano germánica[2] prevén expresamente la anulación del laudo cuando éste sea contrario al orden público. Por tanto, la inexistencia de una causal como la citada en nuestra LGA, hace necesario un análisis de las relaciones entre orden público y laudo en el arbitraje nacional. Para tal objetivo, que se plantea de cara al problema de la impugnación del laudo, habrá que transitar por algunas interrogantes previas, preguntando, por ejemplo, si con la prohibición de que se arbitren controversias que interesen al orden público queda excluida la posibilidad de que un laudo contravenga dicho precepto o si, incluso, tal contravención puede admitirse.[3]

---

[1] DE TRAZEGNIES Granda, Fernando. Arbitraje de Derecho y Arbitraje de Conciencia. En: Ius Et Veritas N° 12. Revista editada por los Estudiantes de Derecho de la Pontificia Universidad Católica. p. 121

[2] Así, expresamente, Alemania, Francia, Bélgica, Holanda, España. Implícitamente Suiza que, como motivo de anulación, contempla una violación manifiesta del derecho.

[3] En principio, si la controversia no interesaba al orden público, el laudo que lo contravenga no será impugnable y el Juez se vería obligado a ejecutarlo llegado el caso. Lo extraño es que las partes de ese laudo, más precisamente una de ellas, obtendría un efecto jurídico que le estaba vedado antes del conflicto. Esto rompe con la idea clásica de la función sustitutiva de la jurisdicción, graficada en la frase de Chiovenda de que la jurisdicción asegura a los ciudadanos los bienes y seguridades que la ley les garantiza: un laudo que contraviene el orden público no otorga un bien o efecto garantizado por la ley, sino uno que la ley impide. El asunto se agrava al considerarse que dicho «efecto» no puede alcanzarse ante los jueces ordinarios. En los últimos 20 años nuestro sistema ha contenido tres regulaciones sobre el arbitraje. Ninguna incorpora la hipótesis bajo análisis..

Cabe pues en primera medida preguntarse por qué el arbitraje tendría alguna relación con el orden público, entendiendo por éste, preliminarmente, el conjunto de preceptos esenciales a un ordenamiento jurídico, respecto de cuya aplicación la voluntad de los sujetos es irrelevante. Dado que el arbitraje es, en su momento inicial y genético, una expresión del poder de *autoregulación* de los propios intereses y estos vienen limitados por el orden público, éste debiera ser también un límite a lo que el laudo disponga. En tal sentido, un clausulado cerrado que no contiene la contravención del orden público como motivo de anulación suscita algunas interrogantes[4].

El profesor Lohmann detecta adecuadamente esta problemática. Así, al comentar el derogado artículo 1913 del Código Civil (referido a la *inarbitrabilidad* de la materia) señalaba que: «La exclusión arbitral de ellas debe indagarse desde una doble perspectiva. O que la legislación lo prohíba implícita o explícitamente, o que por su especial naturaleza no deban verse afectadas por la decisión de un tercero que no está obligado, como sí el Juez, a tutelar o resguardar intereses superiores a los de las partes arbitradas». [5]

En efecto, de cara al problema de la impugnación de laudo arbitral ha dicho el profesor y magistrado supremo español Almagro Nosete que: «Tan peligrosa es una legislación restrictiva y, prácticamente, impeditiva del arbitraje, como una legislación que haga tabla rasa de inevitables y ponderados controles jurisdiccionales específicos del arbitraje, necesarios para no despertar legítimas desconfianzas»[6]. Sobre el objetivo que ha de perseguir el diseño de un sistema de impugnación del laudo ha dicho la profesora Chocrón Giráldez que éste es: «...garantizar que el nacimiento, desarrollo y conclusión del procedimiento arbitral se ajustan a lo establecido en la Ley y que el laudo no es contrario al orden público»[7].

En términos generales esta exposición busca determinar si el régimen de impugnación previsto por la LGA cumple con esos objetivos, proponiendo, en su caso, las alternativas de una reforma y, para los problemas que pueden enfrentarse en la actualidad, algunas soluciones. Corresponderá, luego de haber planteado el problema en las líneas que anteceden, ubicar al arbitraje dentro de nuestro sistema jurídico. Acto seguido, habrá que describir qué problemas se enfrentan cuando se diseña un régimen de impugnación de un laudo.
En un segundo momento del análisis se hará una aproximación a la noción del orden público, intentando una definición operativa que ayude a determinar los límites del arbitraje. Asimismo, una reflexión sobre las denominadas «controversias que interesan al orden público» como materias no susceptibles de arbitraje también será ubicada en ese apartado. Como capítulo conclusivo se analizará el tratamiento que la LGA brinda al orden público, definiendo si es que la exclusión de las controversias que interesan a éste es suficiente para asegurar que el laudo sea respetuoso de los principios esenciales del ordenamiento, desarrollando, si cabe, el fundamento de una eventual reforma y las alternativas para solucionar los problemas prácticos que el particular puede suscitar en la actualidad.

1.2 La ubicación del arbitraje en el derecho nacional.

En atención al objetivo fijado debe precisarse cuáles son los contornos específicos que el ordenamiento ha previsto para esta institución. Este tratamiento no pretende precisar de modo definitivo cuál es la naturaleza jurídica del arbitraje. Quiere en cambio dar un alcance sobre los aspectos que, contrastados con la regulación nacional deben considerarse como esenciales a esta institución. Cabe hacer aquí una precisión metodológica, a fin de evitar una impronta exégeta en la indagación, el examen sobre la índole del arbitraje se realizará, a partir del análisis, en primera medida, de los intereses en juego y, en segundo término, del modo en el que

[4] En efecto, una interpretación simplista y literal del artículo 73 de la vigente LGA podría conducir a la conclusión de que cabe un laudo que contravenga el orden público en su decisorio, no quepa su anulación y deba procederse a su actuación..
[5] LOHMANN L. de T., Guillermo. «El Arbitraje». Lima: PUCP, 1987. pp. 65-66.
[6] ALMAGRO NOSETE, José. «La Ejecución del Laudo Arbitral», citado por Ana María Chocrón Giráldez, « Los Principios Procesales del Arbitraje«. Madrid: Bosch. 2000. p. 213.
[7] Chocrón Giráldez, Ana María. Op. cit, p. 211.

estos han sido disciplinados en nuestro sistema legal[8].

Puede empezarse el estudio alegando un lugar común en la literatura jurídica: el interés medular de quienes acuden a un arbitraje es evadir la jurisdicción ordinaria[9]. Tal interés ha acompañado siempre al hombre, siendo verosímil considerar que antes de la organización política de las sociedades los mecanismos de solución de conflictos fueran más parecidos a un arbitraje que a la jurisdicción. Ello, según quiera verse la fuerza vinculante de la decisión en el acuerdo de los participantes, o en la regularidad con la que determinada persona de la comunidad (el más viejo, el más sabio, el más fuerte, etc.) cumplía esa función de heterocomposición[10]. Por lo demás, a efectos de estar por la antigüedad de la institución baste con recordar que durante la *legis actiones*, luego de la *litiscontestatio*, las partes podían elegir a la persona que decidiría finalmente el litigio[11]. Asimismo, que Justiniano confirió al laudo arbitral la calidad de título de ejecución. Históricamente, el arbitraje fue una manifestación embrionaria del proceso.

La primera constatación que podemos realizar respecto del arbitraje estriba en la función que siempre le ha sido atribuida: resolución de conflictos a cargo de un tercero no integrante del Estado. A esa constatación inicial aunaremos una segunda, derivada también de lo que constituye uno de los intereses esenciales en esta materia: que la resolución del conflicto ocurra necesariamente y de forma definitiva, sin que pueda revisarse el fondo de la cuestión, bajo ningún punto, en el Judicial. Puede aceptarse provisionalmente que esos intereses constituyen el eje sobre el que gira la institución.

La función asignada al arbitraje –resolución definitiva del conflicto– suele ser tomada en consideración al momento de determinarse su naturaleza. Como se deja entrever, las tesis que se basan en tal aspecto están inclinadas a señalar una naturaleza jurisdiccional al instituto en cuestión. Por el contrario, las investigaciones que parten del convenio arbitral como elemento genético del arbitraje se inclinan a una impronta contractual o privada de la institución. En nuestra opinión, sólo la apreciación conjunta de los intereses en juego puede contribuir eficazmente a descubrir la naturaleza del instituto bajo análisis.

De otro lado, la asimilación del arbitraje a la jurisdicción y su eventual inclusión en la función jurisdiccional dependen del concepto que se tenga de ésta. Sobre el concepto de jurisdicción se ha dicho que deberá estarse a la configuración positiva que cada ordenamiento constitucional disponga, y que en abstracto no cabe sino tener un concepto relativo[12]. A pesar del argumento, es posible considerar que en todo ordenamiento de tradición romano germánica la posibilidad de resolver los conflictos intersubjetivos de intereses está a cargo del Estado.

Ahora bien ¿qué significa que también exista la posibilidad de que un privado resuelva de modo definitivo un conflicto? La respuesta,

[8] En su indagación por la índole del arbitraje el profesor Álvarez Sánchez de Movellán recorre un tránsito inverso: «...el arbitraje es como lo define la ley, y en base a la regulación se definirá su naturaleza jurídica, sin perjuicio de que posteriormente se enjuicien regulación y naturaleza, en función de lo que se entienda una reglamentación idónea de un arbitraje eficaz.» [*La anulación del laudo arbitral*. Granada: Comares. 1996. p. 32] El argumento sería inatacable, si se acepta que la naturaleza jurídica de las instituciones está determinada por su disciplina legal. Creemos que tal posición es excesiva. Hay que aplicar la aquí la tesis central de la teoría que del ordenamiento jurídico proponía Betti, conforme a la cual toda norma resuelve un conflicto de intereses, privilegiando uno en desmedro del otro. Consecuentemente, la identificación de los intereses en juego resulta una cuestión previa a la aprehensión del modo en el que han sido disciplinados legalmente. Ello no quiere decir que los contornos específicos de la institución no sean los que la ley define, pero sí que los intereses a los que sirve deben ser buscados fuera de ésta. En relación con esta cuestión ha planteado el Profesor brasilero Joel Dias Figueira Júnior: «Así, la naturaleza jurídica debe reflejar la verdadera expresión ontológica de la materia en estudio, tomándose en consideración sus elementos constitutivos: cualquier esbozo de calificación dependerá de la previa y anterior fijación de la naturaleza jurídica del fenómeno, instituto o institución jurídica analizada.» [*Arbitragem, Jurisdição y Execução*. São Paulo: Revista dos Tribunais.1999. p. 152. Traducción libre del autor.]

[9] CÁRDENAS, Carlos. En: Cláusula Compromisoria y Compromiso Arbitral. «Exposición de Motivos y Comentarios al Código Civil». Lima: Delia Revoredo,1988 Vol. VI. p. 672.

[10] De hecho, esa parece ser la opinión de Carnellutti, quien ve en la que él llama «solución arbitral» un imperfecto sistema de solución de conflictos (debido a su transitoriedad) que antecede a la jurisdicción y a la organización política de las sociedades. CARNELUTTI, Francesco. Sistema de Derecho Procesal Civil. Buenos Aires: UTEHA. 1944 T. I. p. 17.

[11] La referencia –que no postula que la *legis actiones* fuese un arbitraje sino que la posibilidad de elección del tercero es antigua- es importante porque expresa uno de los fundamentos del arbitraje (la confianza que se deposita en el tercero) era la razón de la validez de la elección realizada por las partes en dicho procedimiento. En caso no existiera esa confianza conjunta en una persona, la misma era elegida por el magistrado. Véase al respecto, MONROY GÁLVEZ, Juan. Introducción al Proceso Civil. Bogotá: Temis, 1996. p. 17-30.

[12] LOVATÓN David. «Los principios constitucionales de la independencia, unidad y exclusividad jurisdiccionales». Tesis de Magíster. p. 32. Para Lovatón Palacios, por ejemplo, el elemento realmente singular de la jurisdicción es el máximo grado de irrevocabilidad que tiene sus decisiones. [Op. cit. p. 60]

fundamental para definir la cuestión tratada, dependerá, repetimos, de qué concepción de jurisdicción se maneje. Así, pasando revista a los argumentos centrales utilizados para defender el carácter jurisdiccional del arbitraje diremos que se basan en la asunción -equivocada entendemos– de que la jurisdicción estatal sólo tiene por objeto resolver conflictos[13]. Así, el Profesor Caviano, considerando la existencia del arbitraje forzoso –indeclinablemente impuesto por la ley– concluye que el Estado puede disponer la resolución de disputas sea a través de la justicia ordinaria o de la arbitral que, al estar al mismo nivel, sería netamente jurisdiccional[14]. En esa línea, la posibilidad existente en España hasta antes de 1988 de casar el laudo por infracción de la ley material revelaba, para un sector importante de la doctrina[15], el carácter jurisdiccional del arbitraje. El carácter definitivo del laudo y la autoridad de cosa juzgada que el mismo apareja son los argumentos finales utilizados por esta corriente, que ve en el convenio arbitral sólo una condición previa para la activación de este singular mecanismo.

A su turno, las tesis construidas sobre el convenio arbitral ligaban a esa inicial expresión de libertad negocial todos los efectos del arbitraje. De ella derivan la fuerza vinculante del laudo; la fuerza ejecutiva de éste no provendría sino de la anterior aceptación de las partes. Así, la cosa juzgada y la posibilidad de la ejecución de lo decidido tampoco podrían volver jurisdiccional al arbitraje: la existencia de títulos de ejecución extrajudiciales y la cosa juzgada que entre las partes produce la transacción lo impedirían.

Por último encontramos las posiciones eclécticas, basadas en la existencia de elementos distintos en el arbitraje, cada uno con su naturaleza particular[16]. La conclusión de este sector apunta la existencia de un tercer género al que estaría adscrita la institución bajo estudio[17]. Las definiciones que brindan quienes ven en el arbitraje una institución de naturaleza mixta dependen del componente acentuado por el estudioso correspondiente. Se habla así de una jurisdicción privada o contractual, o de un proceso privado según se privilegie la función desempeñada o el mecanismo utilizado para alcanzar su cometido.

Bajo el desarrollo expuesto en los párrafos anteriores, diremos que el arbitraje no puede ser inscrito en el derecho privado, no sólo porque existe, y cada vez con más frecuencia, un sector de conflictos que el legislador ordinario ha dispuesto que sean necesariamente resueltos mediante arbitraje, de dónde la voluntad de las partes resulta irrelevante[18], sino porque en la reglamentación de dicho instituto se pone especial énfasis en la capacidad y cualidades de los árbitros[19]. Ese especial celo revela un interés del Estado

[13] A ese objetivo debe sumarse el control de la constitucionalidad normativa, la represión de las conductas criminales y la tutela de las libertades fundamentales. Al respecto, véase MONROY GÁLVEZ. Op, cit. pp. 203-228. Asimismo, DEVIS ECHANDÍA, Hernando. «Teoría General del Proceso». Buenos Aires: Editorial Universidad. 1985 T. I. pp. 73-107.

[14] CAVIANO, Roque. «El arbitraje. Su eficacia como sistema alternativo de solución de conflictos». Buenos Aires: Ad-Hoc. 1992. pp. 67-84 y 91-102. La tesis central de este autor pasa también por afirmar que la pertenencia o no del órgano de decisión al Estado es irrelevante para definir si se ejerce jurisdicción. Para estar por su presencia basta con que se zanje un conflicto. Como se advierte, dicha tesis está basada en el válido rechazo de la teoría «organicista» que definía al acto jurisdiccional según su emisor perteneciera o no a la judicatura. Para Cândido Rangel Dinamarco [Limites da Sentença Arbitral e *de seu controle jurisdicional*. En: *Estudios sobre Arbitragem. In Memoriam do Desembargador Cláudio Vianna* de Lima. SA Paulo: Editora L.Tr. 2002. p. 327], el camino para dilucidar la índole del arbitraje está bastante recorrido cuando se advierte «que el arbitraje está encaminado al mismo fin que la jurisdicción».

[15] En ese sentido y con respecto a la legislación española anterior a 1988, SERRA DOMINGUEZ, Manuel. [Naturaleza Jurídica del Arbitraje. En: Estudios de Derecho Procesal. Madrid: Ariel. 1969. p. 581]. Para Serra, si el laudo era susceptible de casación era porque tenía carácter y naturaleza jurisdiccionales. Sólo así, afirmaba, podía explicarse la intervención del Supremo Tribunal para asegurar la correcta aplicación del derecho objetivo.

[16] Suelen identificarse cuatro componentes en el arbitraje, un acuerdo, un procedimiento, un laudo y una ejecución. Al respecto, Lohmann, Op. cit. p. 42, Alvarez Sánchez. Op. cit. p. 39, Figueira Júnior. Op. cit. p. 152.

[17] En el Perú, Lohmann (Op. cit. pp. 39 y 42) apuntala esta posición. Hoy, los arbitrajes forzados y el hecho de que el Estado pueda someter sus controversias a arbitraje (sobre cuya inexistencia e imposibilidad, respectivamente, se basaba la opinión citada) obligan a reconsiderar la cuestión.

[18] En el Perú existen al menos dos casos de arbitraje forzado. El de la Ley de Concesiones Eléctricas previsto para las controversias vinculadas a los Comités de Operación Económica y el dispuesto por la Ley de Adquisiciones y Contrataciones del Estado, conforme al cual las disputas que se generen a partir de tales contratos serán resueltas mediante arbitraje.

[19] Tal interés no es nuevo. Ni en Roma se permitía que cualquier ciudadano fuese árbitro. Cf. MONROY GÁLVEZ, Juan. Op. cit. p. 18. Asimismo, SCIALOJA, Vittorio. *Procedimiento Civil Romano*. Buenos Aires: EJEA. 1954. p. 132 y 133 en donde se explica quiénes pueden ser árbitros y quienes no. También Burdese, Alberto [*Diritto Privato Romano*. Torino: UTET.1993. p. 90] quién comenta las posibilidades de elección de los forasteros en sus controversias y las listas y colegios que se iban forjando en la medida que las controversias entre los romanos y los peregrinos iban siendo las más. Por último, en el mismo sentido: PARICIO, Javier. «Sobre la administración de la justicia en Roma. Los juramentos de los jueces privados «. Madrid: Civitas, 1987. p. 29 quién afirma: «Lo dicho no supone afirmar que en el período decemviral y postdecemviral las partes tuvieran completa libertad a la hora de elegir juez o árbitro, pues en aquella época sólo podían ser jueces los senadores (patres); por tanto, es cierto lo que dice Cicerón sobre la elección convencional de jueces, pero al principio el convenio se veía limitado porque había que elegir como juzgador a uno de los senadores.»

en que esa solución definitiva se alcance dentro de ciertos parámetros (imparcialidad, audiencia y contradicción indica la ley española) y respetando, en el desarrollo del procedimiento, cuestiones esenciales de orden público procesal. Hay pues un interés público manifiesto en la disciplina legal del instituto que podría solventar la afirmación de que el arbitraje se inscribe como una forma singular de la jurisdicción, sujeta a un régimen especial.

Al efecto, debe recordarse que el mejor argumento de la tesis contractual (la imposibilidad de ejecutar el laudo en sede arbitral) para privar al arbitraje de un carácter jurisdiccional parte de la falsa premisa de que la función jurisdiccional, precisa, de la potestad de mandar en términos tales que la realidad fáctica se acomode a lo que se disponga en la decisión final, esto es, del poder de coerción[20]. Como se conoce, la función jurisdiccional es realizada a través de la tutela de cognición o de la tutela de ejecución. Sólo a la segunda es esencial la coerción y la potestad de disponer; a la primera en cambio le toca decidir. Luego, la tutela de cognición en que consiste un arbitraje compartiría todos los elementos de una tutela jurisdiccional. Acaso la razón para afirmar que el arbitraje es una jurisdicción privada estribe en que, al contrario de lo que ocurre con la justicia estatal, mediante el laudo el Estado no asegura la vigencia del derecho objetivo, no defiende su autoridad legislativa, o dicho de otra manera, no asegura que la ley se aplique para garantizar que los ciudadanos vivan en la forma deseada. Para comprobar la validez de esta afirmación basta con acreditar la existencia del arbitraje de equidad, en el que la ley es dejada de lado.

Finalmente, cabe abordar la disposición constitucional que establece que no puede establecerse jurisdicción independiente a la que ejercen los órganos jerárquicos del Judicial, con excepción de la militar y la arbitral. Autorizados autores nacionales han criticado este precepto, indicando un error de técnica jurídica del constituyente[21]. Sin embargo, en virtud del principio de concordancia práctica de la Constitución, algún efecto ha de acordársele a la disposición analizada. Por la razón antes expresada, inclinamos nuestra posición hacía la tendencia jurisdiccionalista, señalando que, en caso nos viéramos en la obligación de anotar una definición del arbitraje a efectos de su ubicación en nuestro sistema legal, con la atingencia de que lo consideremos una disciplina especial, afirmaríamos que se trata de un proceso jurisdiccional privado[22] sujeto a una regulación especial y que el arbitraje cumple una función o tiene una naturaleza para jurisdiccional[23]. Un proceso parajurisdiccional es la expresión más feliz que encontramos. Estimamos que esa expresión puede revelar con claridad cuáles son los intereses en juego y como han sido disciplinados dentro de nuestro sistema.

---

[20] DEVIS ECHANDÍA, Op. cit. p. 79, entiende que la coerción es esencial a la jurisdicción y que es uno de los poderes que la integran. El otro es el poder de decisión, que comparten también los árbitros. El tema está en que ese poder tiene expresiones no ejecutivas que no se presentan en el arbitraje y que será muy difícil que se integren a este instituto. Así, los poderes instructorios del Juez en lo que hace a las pruebas que estén en poder de terceros y los poderes compulsorios en lo que hace a la presentación de los testigos. Asimismo, la posibilidad de disponer la integración en el proceso de terceros que no formen parte del convenio arbitral, o de la relación jurídica respecto de la cuál se impone el arbitraje forzoso. En realidad, si se advierte con atención, sólo las facultades relativas a la integración del litisconsorcio necesario serían realmente distintivas, pues los poderes de instrucción o compulsión en sede civil podrían depender del sistema procesal de que se trate y de su orientación publicística o privatística.

[21] En ese sentido, LOHMANN, Op. cit. p. 46; Monroy, Op. cit. p. 230. Asimismo, Rubio Correa, [Estudio de la Constitución Política de 1993. Lima: PUCP. 1999. T. V. p. 32] al comentar el artículo 139 en cuestión. Creemos que no puede privarse de todo valor al dispositivo citado, por el contrario, en la labor interpretativa el mismo debe ser llevado a todas sus posibilidades, en la medida en la que no se resientan otros preceptos de la misma jerarquía. Por lo demás, el estado del siglo XXI descentraliza sus funciones y tareas hacia el sector privado cada vez con más frecuencia. Bajo esa lógica, una delegación de una de las funciones de la jurisdicción (la tutela de cognición, sub especie de la jurisdicción civil) hacia el sector privado no parece una tesis tan descabellada. Así por ejemplo opina Figueira Júnior, quién cree expresamente –por razones históricas- en la delegación de la potestad del estado a favor de particulares. Es curioso que en Brasil, donde la materia arbitral está restringida por la disponibilidad y patrimonialidad de los derechos, se acepte en mayoría la tesis jurisdiccional y en Perú, dónde el ámbito del arbitraje es más extenso y su fundamento normativo de más alta génesis, los esfuerzos se encaminen en sentido contrario.

[22] Nos remitimos a lo nota No. 20, en donde exponemos nuestro concepto sobre los rasgos distintivos, casi diríamos en abstracto, de la jurisdicción y el arbitraje. Añádase que en el proceso judicial se produce un verdadero debate de posiciones y valores apreciados en relación con la vida en comunidad, desde que con la aplicación de la ley por parte Juez se asegura su vigencia y, con ella, la garantía de que la vida en sociedad se dé en la forma prevista. Este interés no tiene la misma intensidad en el arbitraje. Allí priman las partes

No es que afirmemos que el arbitraje es jurisdicción, pero sí estamos seguros de que hay muchas más razones para insertarlo en dicho campo que en uno meramente privado[24]. Sin embargo, el hecho de que los árbitros requieran de los jueces no sólo para la ejecución de sus decisiones sino para, por ejemplo, formalizar el arbitraje respecto de una parte renuente o de un tercero, impide su *«jurisdiccionalización»* total. Además, teóricamente, los objetivos centrales difieren: la pacificación del conflicto para la preservación del vida social es el fundamento de la jurisdicción (además del control de las conductas punibles y de la constitucionalidad de las leyes). La mejor solución del conflicto de las partes, con la cercanía y confianza en los árbitros, lo es del arbitraje.

Para concluir, es necesario agregar que la posición antes expuesta depende de la Constitución actual, con la que no comulgamos. No creemos que ésta, salvo que se acepte la tesis de que el Estado ha delegado su poder jurisdiccional en los árbitros, puede alterar la naturaleza de las cosas. En ausencia del dispositivo citado, afirmaríamos, en cambio, que el arbitraje es un «proceso privado» y no una actividad «parajurisdiccional». Ello porque, finalmente, el arbitraje se sirve del proceso –si es que no consiste en éste– para satisfacer las necesidades de las partes. Así, suscribiríamos, en lo que hace a la naturaleza de las cosas, una posición ecléctica, acentuando un carácter procesal en el arbitraje.

1.3 El problema de su impugnación

En lo esencial, el fin primordial del arbitraje es la composición del conflicto de modo definitivo en función de la confianza depositada en determinados árbitros[25]. Dado ese propósito puede comprenderse la tentativa de hacer irrecurrible el laudo arbitral. No interesan aquí las impugnaciones que las partes, en función del principio dispositivo[26] que regla el procedimiento arbitral, puedan haber acordado o renunciado. Interesa aquella que, con prescindencia del convenio específico, es establecida por la ley para la tutela de los derechos de las partes. En tal sentido, la apelación que pueda no acordarse con relación a un laudo específico escapa a los objetivos de nuestro trabajo.

También ha quedado claro que el Estado y la ley tienen un especial interés en que el arbitraje respete algunas condiciones esenciales. Para ello se toman precauciones en la elección y permanencia de los árbitros, los requisitos que el laudo debe, necesariamente, observar; los plazos que pueden utilizar los árbitros para laudar y las materias sobre las que puede pronunciarse un laudo. Generalmente, estas condiciones esenciales encuentran un reflejo en el listado de motivos que habilitan la rescisión del laudo. Una primera comprobación, siguiendo la metodología sugerida para el punto anterior[27], es que la ley tutela esos intereses que ha juzgado esenciales (y respecto de los cuáles no hay abrogación voluntaria alguna) a través del establecimiento de un sistema de impugnación al que los acuerdos de las partes le resultan irrelevantes.

Una segunda comprobación es que, dado el deseo esencial de que la controversia sea analizada y resuelta por sujetos ajenos al judicial, debe juzgarse inaceptable que los órganos de éste aprecien lo mismo que apreciaron los árbitros, esto es, la manera cómo se entendieron los hechos y fue aplicado el derecho, o dicho de otro modo, el fondo de la controversia. Esa es, por lo demás, la expresa voluntad del último párrafo del artículo 61 de la LGA.

Una tercera comprobación, derivada de las dos anteriores, es que los motivos que habilitan la impugnación deben estar referidos aquellos aspectos que se aprecien como indispensables

---

[23] La conjunción es de Rangel Dinamarco. *Límites...*, Op. cit. p. 327.

[24] Además existen razones de sistemática relativas a la propia Constitución que impiden considerar al arbitraje como engranado en el sistema jurisdiccional. La primera es que el capítulo de la Constitución se refiere al Poder Judicial. La segunda, que tal potestad emana del pueblo y se ejerce a través de los órganos jerárquicos del judicial. La tercera, que el concepto está dos veces mal utilizado. Si se admite que la militar no es jurisdicción –pocas razones podrían erigirse en contra de esto– deberá admitirse que el arbitraje tampoco es jurisdicción, aunque participe, en aplicación de la disposición constitucional bajo análisis, de la naturaleza de esta.

[25] De allí a que la impugnación para la revisión del fundamento y prueba por otros árbitros o por el judicial constituya una traición inicial a los objetivos primarios del instituto en cuestión.

[26] No se crea que hemos renunciado a la posición desarrollada en el punto 1.2 que antecede. La «libertad de procedimiento» nada quita a nuestras conclusiones. Como es conocido, el proceso civil norteamericano permite una serie de negociaciones sobre plazos y actuaciones e incluso cuantías. Y no por ello se lo va a privar de su índole jurisdiccional. Además, las garantías procesales mínimas y ciertas pautas de orden público procesal serán siempre inderogables a tal principio.

[27] Véase el fundamento de la misma, nota 5.

en lo que hace a la instalación, desarrollo y decisión del arbitraje. Asimismo, que será el derecho objetivo el que indicará cuándo es que cabe la impugnación, pues el interés en juego aquí no es netamente privado. Como también sucede en la jurisdicción civil, debe admitirse la posibilidad de un laudo injusto o equivocado, sin que esa sola constatación autorice su anulación.

El fundamento central de la impugnación puede encontrarse en un punto medular, allí dónde se engarzan la función del arbitraje con las de la jurisdicción: en la calidad de título de ejecución extrajudicial del laudo y la posibilidad de su eficacia sin que medie homologación judicial previa. Así, la impugnación del laudo arbitral sirve para impedir que un laudo que no respete adecuadamente los intereses antes descritos sea ejecutado. Quienes intervienen en un arbitraje cuentan con el derecho de que ciertas garantías procesales mínimas y ciertas normas materiales sean necesariamente observadas durante el desarrollo y finalización del arbitraje.

De allí que se haya dicho con acierto[28] que el fundamento de la impugnación habilitada por la ley es la tutela jurisdiccional efectiva dado que, de un lado, la impugnación está preordenada a asegurar la vigencia de garantías procesales mínimas (con lo que se asegura la vigencia del debido proceso en sede arbitral) y, de otro, al control de normas materiales de observancia obligatoria, tanto para las partes como para los árbitros. Los motivos de anulación suelen agruparse, conforme a su naturaleza, en dos segmentos[29]: aquellos relativos a las garantías procesales (plazo del laudo, composición del Tribunal, laudo sin mayoría, afectación al derecho de defensa) y aquellos relativos a normas materiales que llamaremos, provisoriamente, indisponibles (nulidad del convenio arbitral, materia no arbitrable, laudo contrario al orden público). Ahora bien, aceptado que la impugnación del laudo reposa en el derecho a una tutela jurisdiccional efectiva (pues asegura la vigencia del debido proceso en sede arbitral y la regularidad material del laudo[30]) deben precisarse algunas cuestiones adicionales: la índole de la impugnación y el diseño que de esta hace nuestra LGA.

La definición sobre la naturaleza de la impugnación habilitada para cuestionar al laudo puede empezarse considerando las formulas clásicas de impugnación[31] que conoce el proceso civil: el incidente de oposición, el recurso, y las «acciones de rescisión»[32]. Como es evidente, tal indagación no puede prescindir del dato positivo, pues las impugnaciones a las resoluciones jurisdiccionales están sometidas a la regla de legalidad. Cabe en consecuencia descartar que la impugnación del laudo arbitral pueda intentarse a través de un incidente de oposición que, además de no estar regulado de forma autónoma por nuestras leyes procesales, tiende únicamente a compensar la falta de audiencia del obligado en relación con la materia discutida, con lo cual quedan fuera las otras funciones que hemos asignado a la impugnación. A su vez, la pertenencia de los órganos del judicial a una organización distinta y el hecho de que se trate de otro proceso[33] impiden que se considere a la impugnación del laudo como un recurso y, en esa virtud, se lo someta a sus reglas.

El descarte efectuado en el punto anterior nos inclinaría a afirmar que se trata de una acción rescisoria. Estimamos que tal hipótesis dependerá de la regulación específica que en cada ordenamiento se determine para el tema. Cabe considerar que resulta esencial a las acciones de rescisión que las mismas atacan un negocio jurídico que ha desplegado sus efectos[34]. En realidad, esta es una nota característica a la rescisión de todos los negocios jurídicos.

Teniendo en cuenta tal elemento, podemos afirmar que la impugnación prevista por el artículo 73 de la LGA no tiene la calidad de una acción de rescisión cuya sentencia, como se conoce, es constitutiva procesal porque priva de efectos a una decisión jurisdiccional firme. La razón es simple, la fuerza jurídica del laudo no se despliega, en nuestro sistema, con su sola expedición. Conforme al primer párrafo del artículo 83 de la LGA, la eficacia

[28] ÁLVAREZ SANCHEZ. Op. cit. p. 60.
[29] De igual opinión, VERGER GRAU, Joan. ¿Se puede impugnar el laudo arbitral español? En: Revista Peruana de Derecho Procesal. No. II. p. 274.
[30] No cabe duda de que debe acordársele un mecanismo de tutela procesal al derecho a tener un laudo que no contravenga disposiciones esenciales del ordenamiento.
[31] En sentido amplio, como petición dirigida a que se verifique si un acto jurídico es idóneo para producir efectos.
[32] SABATER Martín, Aníbal. *¿Qué es «impugnar un laudo»?* En: Cuadernos Procesales. Año VI. Número 16. México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Derecho. 2002. pp. 20-30.
[33] Otra pretensión, con distintos fundamentos. Nótese además que en la impugnación del laudo la litis nunca será compuesta por el judicial. Ese es uno de los límites de la impugnación.
[34] SABATER Martín, Aníbal. Op. cit. p. 26.

del laudo se produce con la notificación de éste, luego que el mismo queda consentido o ejecutoriado. Los clásicos encontrarían aquí un claro caso de un derecho de gravamen que impide la fuerza vinculante del laudo hasta que no transcurra el plazo de su impugnación; que la impugnación no se dirija contra una decisión firme y eficaz impide su calidad de acción rescisoria.

Así, la oportunidad que la LGA prevé para el cuestionamiento del laudo evidencia su carácter. Se trata, en nuestra opinión, de una pretensión autónoma de declaración negativa[35]. En efecto, el objetivo de la demanda será la comprobación por parte del Judicial de la falta de observancia de los límites esenciales dentro de los que se enmarca el arbitraje o, para utilizar la terminología de Chiovenda, la ausencia de una voluntad en la ley para hacer de una decisión arbitral que ha prescindido de ciertas consideraciones elementales, un laudo eficaz y definitivo.

Finalmente[36], diremos que es del todo adecuado un sistema de impugnación de *«numerus clausus»* como el previsto por la LGA, pues sólo así quedan debidamente resguardados los intereses esenciales que nutren el arbitraje. No se olvide que lo que desean las partes en un arbitraje, y el ordenamiento cuando impone dicho mecanismo de modo forzoso, es que el fondo de la controversia nunca sea analizado por los jueces. En efecto, una impugnación abierta (para graficar, un recurso ordinario) volvería casi una protesta la pregunta de la Corte de Apelación de Genova ¿mas, por qué las partes recurren el arbitraje, si siempre vuelven a nosotros? [37]

2. EL ORDEN PÚBLICO Y EL ARBITRAJE

2.1 Noción preliminar de orden público

El 3 de marzo de 1766, Luis XV se presentó ante el Parlamento de París con el propósito de reclamarle obediencia. En su discurso formuló la siguiente consideración: «El orden público todo entero emana de mí, y que los intereses de la Nación, de los que osamos hacer un cuerpo separado del monarca, están necesariamente unidos con los míos y no descansan más que en mis manos»[38]. La declaración citada muestra un aspecto central del concepto a estudiarse: su conexión primaria con los intereses de la nación. Variada la forma de gobierno de una monarquía a una república, y considerando que en la primera el monarca era la encarnación de los deseos e intereses del Estado[39] la frase cobra vigencia. Como intentaremos demostrar a continuación, estimamos que el común denominador que presenta el concepto de orden público tiene que ver con la tutela de los intereses y principios que una comunidad (una nación) tiene por elementales a su organización política social y económica.

El concepto bajo estudio suele encontrarse tan disperso por el sistema legal que cabe preguntarse si siempre es utilizado con la misma intención y alcance. Sin embargo, es común –para no decir necesario– que esa cláusula aparezca restringiendo la autonomía privada[40]. La referencia a las «buenas costumbres» que aparece en algunas de las normas citadas y la eventual subordinación de las restricciones contenidas en ellas a la existencia de leyes que interesen al orden público ha determinado que se discuta la autonomía

[35] En ese sentido, ALVAREZ SÁNCHEZ, *La anulación...*, p. 53 en donde la califica de «acción de nulidad». Asimismo, CAVIANO, Op. cit. p. 253. FIGUEIRA JÚNIOR, Op. cit, p. 270.

[36] El hecho de que la impugnación ante el Poder Judicial sea o no renunciable no es «decisivo» para definir la índole de la impugnación; ella está desde el inicio habilitada por la ley, sin perjuicio de que una parte determinada pueda, o no, renunciar a ella.

[37] El apunte es de Sergio La China. *«L´Arbitrato. Il sistema e l´esperienza»*. Milano: Giuffré. 1999. p. XVI. Traducción libre del autor.

[38] GUARNERI, Attilio. Voz: *Ordine Pubblico*. En: *Digesto delle Discipline Privatistiche*. Sezione Civile. T. VIII. pp. 154-170. La traducción es responsabilidad del autor.]

[39] «El Estado soy yo» decía el más celebre de los absolutistas.

[40] En el Código Civil peruano el artículo V del Título Preliminar sanciona con nulidad los actos jurídicos contrarios a leyes que interesan al orden público; el artículo 6 prohíbe los actos de disposición del propio cuerpo cuando contrarían el orden público; los artículos 96 y 120 autorizan la disolución de personas jurídicas con fines contrarios al orden público; el artículo 1328 sanciona con nulidad los pactos de exoneración de responsabilidad cuando se violen obligaciones derivadas de normas de orden público; los artículos 1681 y 1697 constriñen al arrendatario a no usar el bien arrendado en forma contraria al orden público. Los artículos 2058, 2060 y 2104.7 privan de efectos en sede nacional a los actos jurídicos regidos por el derecho internacional privado cuando ellos sean contrarios al orden público. Por su parte, el artículo 1.3 de la LGA impide que se arbitre sobre las controversias que interesan al orden público.

del concepto. Se pregunta así si no bastará con la referencia a las buenas costumbres, si el concepto es realmente autónomo y útil; si su indefinición ontológica no crea problemas antes que soluciones. En el examen de su naturaleza, el orden público ha sido adscrito a las normas imperativas, indeclinables con relación a la voluntad de las partes y ubicado en función de su cercanía o no de conceptos aledaños[41]. Con relación al método de aplicación, se explora la posibilidad de su construcción jurisprudencial, o la necesidad de referir el orden público a una ley específica.

Dada la cantidad de cuestiones por abordar nos parece ordenado partir de la primera referencia codificada del orden público: el Código de Napoleón. Allí la noción aparece restringiendo la autonomía privada, anulando los actos con causas «prohibidas por la ley, las buenas costumbres o el orden público»[42]. Tres hipótesis encuentra Guarneri[43] para explicar la incorporación bajo análisis. La primera pasa por considerar al orden público como una noción jurídico política que resume las conquistas de la revolución francesa; la segunda postula que podría tratarse de una reafirmación pleonástica de la fuerza de la ley frente a una consideración omnipotente de la autonomía de la voluntad. La tercera, que se trata de una cláusula general que sirve de instrumento de la nulidad atípica, cuando ella no es reconducible a la contravención de una norma inderogable o a un principio de las buenas costumbres y que se trataría de una práctica jurisprudencial del «*ancién régime*».

Creemos que la explicación más verosímil pasa por combinar la primera y última hipótesis. Podemos rechazar la segunda con un principio de interpretación de la ley, conforme al cuál debe intentarse que ésta no sea una redundancia de otras disposiciones, debiéndose asignar a cada disposición legal un contenido y propósitos específicos. Si el propio *Code* distingue el concepto respecto de las buenas costumbres y las leyes prohibitivas no parece haber ninguna razón para que nosotros lo mezclemos. Así, considerando el contexto en el que el precepto se incluye como límite a la autonomía de la voluntad, es factible afirmar que se trata de una cláusula general destinada a preservar las conquistas esenciales de la revolución que serán, con los años, las bases del estado moderno. Recuérdese que hasta antes de la revolución los cargos públicos, incluso la magistratura, era transferibles y susceptibles de transmisión hereditaria. Asimismo, existían vínculos feudales impensables en un estado como el que se acababa de fundar.

Y aquí, en el examen que de este asunto hace la doctrina francesa del siglo XIX, puede advertirse un fenómeno muy curioso: la intersección del concepto de orden público con algunos preceptos constitucionales. Ripert[44] consideraba que había que reputar contrarios al orden público los actos contrarios a la libertad de comercio e industria. También los casos de coaliciones industriales contrarias a la libertad de mercado. Con esas referencias queremos poner de relieve el carácter esencial

[41] RUBIO, Marcial [Biblioteca para leer el Código Civil. *Título Preliminar.* Vol. III. Lima: PUCP. 2001. p. 93] empieza su análisis en función de la vecindad con conceptos como derecho público, orden interno y normas imperativas.

[42] El citado cuerpo contiene otras disposiciones adicionales a la ya citada que permiten desligar el concepto de orden público de las normas prohibitivas y las buenas costumbres. Entre ellas, los artículos 686, 900 y 1172 que limitan la voluntad por causas distintas del orden público. Así, invalidan el acto jurídico la condición ilegal o inmoral, etc.

[43] Op. cit. p. 158. En cuanto a las fuentes del concepto, el autor citado reporta que serían dos textos del Digesto: El pacto privado no puede modificar el derecho público «*Ius publicum privatorum pactis murati non potest.*» [D.2,14,38] y el convenio privado no deroga el derecho público «*Privatorum conventio jure publico non derogat.*» [D. 50,17,45,1]. Guarneri explica que es a través de una interpretación de Bartolo (de Sassoferratto) relativa a la nulidad de ciertas convenciones que el concepto se va desgajando (es pertinente recordar que nuestras «nulidades virtuales» podrían responder a esa misma lógica: negocios no queridos por el ordenamiento pero no rechazados de forma expresa). Entendemos (aunque cualquier indagación sobre el particular merezca toda una literatura) que en el derecho romano el *ius publicum* funcionaba también como límite de la voluntad e interés individuales . Se reseña que Portalis llegó a asignar a esos límites una naturaleza «constitutiva del orden social» y que no era posible que las convenciones particulares «subordinaran el interés colectivo». [Juan Carlos Smith. Voz: Orden Público. En: Enciclopedia Jurídica Omeba. Buenos Aires: Driskill. 1990. T. XXI. p. 57] En todo caso, no parece haber duda de que, al margen de su función, esos preceptos eran imperativos. Ahora bien, la aparición histórica del concepto analizado explica en mucho su actual funcionamiento; toda vez que bajo la influencia del positivismo se consideraba que la ley lo preveía todo, la cláusula de orden público es una de «cierre» del ordenamiento: si el acto no contraviene el orden público habrá que reputarlo válido. En el derecho romano esa lógica era imposible. En Roma, ha dicho Fritz Schultz que «A la antipatía por los conceptos generales se acompaña la resistencia a la formulación abstracta de normas jurídicas.» [SCHULTZ, Fritz. Principios de Derecho Romano. Madrid: Civitas. 2000. p. 69] «El pueblo del derecho, no es pueblo de la ley», afirma [Op. Cit. p. 28] No es posible pues, entender que el orden público «integrase» el sistema jurídico romano. Además, creemos posible argüir, con base en D. 1.1 (1,2) [*Publicum ius est qoud statum rei Romanae spectat, privatum quod ad singulum utilitatem*] que los conceptos, aun cuando afines, no son reconducibles a una unidad. El orden público, ese conjunto de preceptos tan esenciales a una comunidad que se superponen al individuo al que sirven, no admite una definición que, como la fuente citada (referida al *ius publicum*), lo cristalice. Varía conforme lo vayan haciendo las sociedades y los valores en que éstas se inspiren.

[44] Citado por GUARNERI, Op. cit. p. 161.

de los intereses que históricamente han estado protegidos por la cláusula en cuestión.

Arribamos así a una comprobación inicial sobre la aparición histórica del instituto en cuestión: se trataba de una cláusula[45] que limitaba la autonomía privada, funcionando como una garantía de la vigencia de ciertas pautas consideradas elementales por la sociedad. Asimismo, que esas pautas eran distintas de las definidas por las buenas costumbres y las leyes imperativas. Dado lo expuesto, cabría preguntarse si actualmente el concepto tiene un contenido propio. En efecto, las libertades de comercio e industria tienen una protección constitucional propia (el amparo y el control difuso en el Perú), lo mismo que las coaliciones industriales (el derecho de competencia).

Estimamos que el concepto de orden público tiene un lugar y una utilidad trascendentes. Las razones para esto se encuentran en múltiples disposiciones de los diversos sistemas jurídicos. Sin entrar aún en el ámbito del derecho internacional privado, en donde el concepto revela preclaramente su utilidad y función, podemos referirnos al artículo 1328 de nuestro Código Civil. Tal norma sanciona con nulidad las exoneraciones de responsabilidad para los casos en los que se violen obligaciones derivadas de normas de orden público. Como se advierte, esa norma garantiza la función preventiva de la responsabilidad civil en los ámbitos en que la misma es considerada esencial, impidiendo se deje sin efecto el incentivo dirigido a quien incumple una obligación derivada de una norma de tal naturaleza, quedando sin responsabilidad: se juzga esencial que exista ese incentivo y se impide que el acuerdo de una exoneración sobre el mismo[46].

Abordando la cláusula de orden público en lo que se refiere al derecho internacional privado, puede advertirse que la misma se fija en atención a dos problemas[47]: i) la posibilidad de ejecutar una decisión expedida por un órgano distinto del que ejecuta ii) la posibilidad de que un acto jurídico realizado fuera del ordenamiento local tenga efectos vedados por éste. El primer problema lo es también del arbitraje, pues el laudo es en principio expresión de la facultad de libre disposición de las partes. En ambos casos la «ajenidad» de la fuente del derecho obliga al ordenamiento a resguardar sus preceptos esenciales. Con la cláusula de reserva u orden público, apunta Martin Wolff, *«se reconoce el principio según el cual el Derecho extranjero que resultaría aplicable en virtud de las reglas generales del Derecho Internacional Privado no puede aplicarse cuando con ello se afrentaría el orden público del país»*[48].

No nos cabe duda de que un ordenamiento nacional precisa de una cláusula de esa índole para repeler los efectos de actos jurídicos extranjeros cuando ellos contravengan los fundamentos mismos del sistema de que se trate. Tampoco nos cabe duda de que esta necesidad se presenta también respecto de los actos celebrados bajo su regencia, pues es ilusorio pensar que el grupo de preceptos que una sociedad considera esenciales pueden estar expresados todos en normas inderogables escritas, constitucionales o no. Como intentaremos demostrar en el punto 2.2 que sigue, el quid del asunto en relación a la definición del concepto[49] estriba en saber qué preceptos han de juzgarse como esenciales e inderogables y qué métodos existen para descubrir esa calidad. Para no duplicar esfuerzos, será también en ese apartado en donde nos aproximaremos a los problemas de

[45] Utilizamos la palabra «cláusula» intencionalmente. El Código de 1804 tenía la pretensión de haberlo resuelto todo. La limitación de orden público funcionaba restringiendo la autonomía privada a lo largo de todo el ordenamiento. La palabra cláusula evidencia la obligación del Juez para observar y exigir esas limitaciones.

[46] Lo mismo cabe decir de las normas que impiden que el bien arrendado sea usado en forma contraria al orden público y que las personas jurídicas tengan fines contrarios al orden público (Cf. arts. 98 y 120 de nuestro Código Civil).

[47] En ese sentido: ALVAREZ SÁNCHEZ, Op. cit. p. 328; Antonio Remiro Brotons. *Ejecución de Sentencias Extranjeras*, según cita de Verger Grau, Op. cit. p. 218.

[48] WOLFF, Martin. «Derecho Internacional Privado». Barcelona: Editorial Labor, 1936 p. 105. Así, no puede reconocerse el vínculo poligámico de un país árabe por ejemplo. En el mismo sentido, y entre nosotros se ha afirmado «En Derecho interno, cuando se dice que una regla es de orden público, se quiere decir que ella no tolera una convención contraria; las convenciones contrarias al orden público son nulas. (...) De esta manera, el orden público estaría conformado por el conjunto de disposiciones imperativas existentes dentro del sistema positivo y de los principios subyacentes a tales normas susceptibles de ser obtenidas mediante ciertos procedimientos de interpretación». [Delgado Barreto, César y otros. Introducción al Derecho Internacional Privado. Lima: PUCP. 2002. p. 342.] Los profesores citados afirman acto seguido que: «La referencia al orden público significa que la colectividad está interesada mas o menos directamente». [Loc. Cit. p. 343]

[49] Merece anotarse que sobre el tema han dicho de GASPERI y MORELLO «que la ley de orden público puede ser caracterizada más no definida». Citados por Espinoza, Juan. El orden público y las buenas costumbres en la experiencia jurídica nacional. En: Ius et Veritas Revista editada por los estudiantes de la Facultad de Derecho de la PUCP. No. 24. p. 302. Más adelante, al dar nuestra posición sobre el tema, afirmaremos que esa nota de indeterminación hace a la esencia del concepto.

utilidad y fundamento del concepto en cuestión, a partir de una lectura del mismo en nuestro sistema.

Para concluir este acercamiento preliminar baste con rescatar como ideas medulares que el orden público reúne un conjunto de reglas básicas que regulan y fundamentan la vida en sociedad, cuya aplicación resulta necesaria para la consecución y mantenimiento del perfil de una sociedad determinada. Dado el carácter necesario de dichas reglas (que con razón se las llama inderogables) es factible considerar que su aplicación no escapa al campo arbitral. De otro modo, la nota impeditiva, prohibitiva o «*cogente*» de esas reglas carecería de sentido. El fin es que se apliquen siempre. El arbitraje no puede ser considerado un mecanismo para evadir su cumplimiento. Ello es así tanto en su desarrollo (orden público procesal) como en su finalización (orden público material).

2.2 Hacia una definición operativa

Queremos empezar este punto tomando posición sobre las objeciones revisadas en el apartado que antecede. Pensamos que la utilidad de la cláusula de orden público está sustentada en la constatación de que la ley escrita no puede alcanzar a cubrir y proteger todas las consideraciones que una sociedad determinada tiene por fundamentales para su supervivencia organizada y pacífica. Si se advierte que es en el momento estelar del positivismo (la redacción del Código de Napoleón) cuando la noción se incorpora al sistema como límite a la autonomía privada, se comprobará que nuestra afirmación tiene incluso un fundamento histórico. Asimismo, el hecho de que la autonomía privada esté restringida por normas inderogables en virtud de otros preceptos legales también abona en nuestra tesis. En ese sentido es ilustrativa la opinión de Houin, quién en pleno siglo XIX sostenía que se trataba de una cláusula que complementaba las leyes escritas y hacía del juez un legislador[50]. La última frase no debe sorprender. Debemos a la judicatura francesa la reinserción del enriquecimiento sin causa como fuente autónoma de obligaciones[51] y la creación de las astreintes.

Debe reconocerse que existe otra tendencia en relación al orden público, conforme a la cual los preceptos que interesan al orden público han de estar ligados a una ley que los cristalice. En atención a lo expuesto en el párrafo anterior podemos considerar a nuestro sistema como uno «dual» pues las referencias al orden público pueden encontrarse aisladas o supeditadas a leyes de orden público, o leyes que interesen al orden público. Es curioso que la Constitución al reconocer la libertad contractual la restrinja sólo en lo que se refiera a las leyes de orden público y el legislador ordinario no siga el mismo camino en lo que se refiere al derecho internacional privado[52]. Tal discordancia no tiene más efecto que producir segmentos separados de aplicación del concepto.

En nuestra opinión y en lo que hace al orden público como límite de la actuación arbitral, estimamos que el régimen a considerar es el relativo al derecho internacional privado. Ello porque, como hemos tenido ocasión de señalar, el problema que se presenta en tal sede es afín al del arbitraje: la ejecución de una decisión emanada de un órgano distinto al Judicial[53].

Más difícil es la ubicación del concepto frente a las normas inderogables (imperativas y prohibitivas). En el Perú se ha afirmado por un lado que el orden público se identifica con las normas imperativas[54] y, de otro, que «el orden público funciona antes que la norma imperativa; es lo genérico, es la concordancia con un sistema que no solamente es normativo sino también ideológico. Éste se manifiesta a través de normas imperativas»[55]. También se

[50] Houin. *Intervention sur la notion de l'odre public et des bonnes mœurs dans le droit privé*. Citado por GUANERI, Op. cit. p. 160. Conforme a éste último autor, también son de la misma opinión Ripert, Planiol, Esmein, Domat Amiaud y Pothier. En particular, Houin sostuvo que: «...el orden público no se conforma solamente con las leyes imperativas...el orden público es ante todo un medio puesto a disposición de los jueces para integrar las lagunas del ordenamiento. Es un medio de hacer del juez un legislador» [La traducción es responsabilidad del autor]

[51] Cf. por todos EMILIANI ROMÁN, Raimundo. «El enriquecimiento sin causa como fuente autónoma de obligaciones». Bogotá: Arboleda, 1996.

[52] Un análisis de esta materia en especifico en CÁRDENAS QUIRÓS, Carlos. Autonomía Privada, Contrato y Constitución. En: Derecho Civil Patrimonial. Alfredo Bullard, Gastón Fernández, Ed. Lima: PUCP. 1997. pp. 39-58.

[53] Antes de aproximarnos a la índole de los preceptos de orden público conviene distinguir el concepto de las «buenas costumbres», acompañado en alguna de las disposiciones citadas. El concepto es manifiestamente distinto: una buena costumbre, para ser tal, tiene que tener alguna raigambre en la vida social. Una cuestión de orden público puede ser introducida por el legislador o constituyente en determinado momento. Por ejemplo, en el campo del orden público económico, las disposiciones de indexación, las cláusulas valor oro, o en general, aquellas medidas de política económica que se dicten en circunstancias determinadas.

[54] VIDAL RAMÍREZ, Fernando. «El Acto Jurídico». Lima: Gaceta Jurídica. 2002. p, 63.

[55] LOHMANN, Guillermo. Reforma del Título Preliminar del Código Civil. En: Reforma del Código Civil Peruano. Doctrina y Propuestas. Lima: Gaceta Jurídica, 1988. p. 61.

ha anotado que no toda norma imperativa es de orden público[56].

Coincidimos parcialmente con la última posición, pues estimamos que el concepto de orden público no se agota en las normas imperativas. Empero, juzgamos acertado considerar que no toda norma imperativa es de orden público, pues puede no obedecer a la tutela de intereses generales de la colectividad o del ordenamiento, sino a razones de política legislativa que conciernen al legislador ordinario. Esto se engrana con lo que habíamos expuesto en el punto 2.1 que antecede, cuando decíamos que existía una intersección entre lo que los franceses[57] entendían por «orden público» y algunos preceptos constitucionales: la libertad de comercio, industria y mercado, etc. Ocurre que hoy en día los intereses esenciales y los principios básicos de la organización jurídica, social y económica tienen un lugar exacto: la Constitución.

Habiéndole acordado al orden público una naturaleza indeterminada basada en la posibilidad real de que la ley escrita no refleje de modo íntegro los principios en cuestión, debemos añadir que la búsqueda de tales preceptos tiene por lugar privilegiado, en el Estado Constitucional de Derecho, el texto de la Constitución. Es allí dónde quedan perfilados[58], no necesariamente en forma escrita, los principios esenciales de los que tratamos.

Para concluir con este punto podemos afirmar que el orden público está constituido por el conjunto de preceptos (no necesariamente escritos y de allí que la asimilación con la norma imperativa no funcione) esenciales y fundamentales a la organización de una sociedad determinada, en específico, los principios éticos y jurídicos que vertebran un sistema legal determinado y en los que reposa el orden económico, social y político de esa sociedad[59]. Debe finalmente añadirse que el orden público no es un concepto metafísico: sus contornos dependerán de las coordenadas históricas específicas de cada sociedad[60].

2.3 La imposibilidad de arbitrar una controversia que interese al orden público.

¿Qué controversias quedan excluidas del arbitraje en aplicación del artículo 1 de la LGA? ¿Cuándo una controversia interesa al orden público? Aplicando el concepto de orden público desarrollado por nosotros en los dos apartados que anteceden podría pensarse que cada vez que están en juego sus preceptos la controversia interesa al orden público y, en tal virtud, queda fuera del campo del arbitraje. Esa sería una interpretación literal que reduciría severamente el marco de actuación del arbitraje sin un fundamento válido y contraviniendo la lógica que nuestro sistema arbitral presenta.

En efecto, serán pocas las veces en las que no exista norma o precepto de orden público sobre el que pueda basarse el laudo o plantearse la controversia. Las reglas que disciplinan el Registro Público (todos conocen el registro, el tercero registral, etc.) son, qué duda cabe, esenciales a nuestra organización jurídica. Lo mismo cabe decir de la responsabilidad aquiliana y el enriquecimiento sin causa, pues todo el derecho civil patrimonial descansa sobre la regla del «*altrerum non laedere*» y la necesidad de que todo desplazamiento patrimonial cuente con un título justificativo de la atribución. ¿Significa esto que las controversias relativas a las compras realizadas de buena fe y los eventuales saneamientos por evicción que se enfrenten quedan fuera del ámbito arbitral?

Creemos que esta interpretación, por lo absurdo de sus resultados, debe rechazarse. Reducidas serán las ocasiones en las que en

[56] En ese sentido ESPINOZA, Juan. Op. cit. p. 303, a propósito de la primera de las reglas contenidas en el artículo 1328. Asimismo, Manuel de la Puente [*El contrato en general*. Lima: PUCP. 1991. Pág. 100] quién afirma que: «hay normas imperativas que encuentran su justificación en los principios fundamentales sobre los que se apoya el ordenamiento jurídico del Estado y la tutela a los intereses generales de la colectividad (...) el orden público está constituido por aquellas normas imperativas que salvaguardan principios jurídicos y éticos fundamentales del ordenamiento».

[57] Nuestra constante referencia a la doctrina francesa tiene un triple fundamento. Allí se incorporó el concepto en cuestión. De allí fue traído por Manuel A. Olaechea para el Código de 1936 y allí se inspiró el legislador de 1984.

[58] También por un fundamento constitucional del orden público, ÁLVAREZ SÁNCHEZ. Op. cit. pp. 362 y siguientes, y conforme a la jurisprudencia del Tribunal Constitucional Español y la Audiencia Provincial de Madrid.

[59] Permítasenos aportar los ejemplos de Fernando Da Fonseca Gajardoni [*Aspectos fundamentais de processo arbitral e pontos de contato com a jurisdição estatal*. En: *Revista de Processo*. No. 106. Sao Paolo: Revista dos Tribunais. 2002. p. 192] quién indica que son de orden público el estado y la capacidad de las personas, la organización de la familia, el orden y la vocación hereditaria, la propiedad, la responsabilidad civil, las libertades básicas, la protección de trabajador, etc.

[60] Dado nuestro punto de vista sobre el contenido del orden público, en el sentido de que sus preceptos no estén siempre reconocidos por leyes escritas, cabe coincidir con GUARNERI Op. cit. p. 164 en el carácter preterlegal que atribuye al concepto.

un arbitraje estén del todo ausentes normas básicas de nuestra organización jurídica. Casi toda controversia, por muy patrimonial y disponible que se presente, estará en mayor o menor medida asentada en un principio fundamental del ordenamiento. Para mostrar los nocivos resultados de esta interpretación permítasenos un ejemplo. En un contrato de obra de un edificio se acuerda un arbitraje. Al momento de la entrega de la obra (de 30 pisos) el comitente se niega a aceptarla porque no se han seguido sus instrucciones en lo que hace a la calidad de los materiales utilizados y a la estructura de la obra. Parte de la alegación relativa al incumplimiento pasa por la comprobación de que no se ha cumplido con estándares administrativos mínimos que garantizan la integridad de la obra y que ésta no se derrumbe. Dada la índole indisponible de los estándares descritos, el contratista podría alegar que se trata de una materia de orden público y que sobre ella no cabe arbitraje alguno. En tal caso, se habrá perdido la opción de que sean árbitros conocedores y peritos en materia de construcción los que resuelvan el caso como estaba previsto en el contrato, con gran traición de uno de los fundamentos del arbitraje: la pericia del árbitro y su cercanía con un tema específico.

Por lo demás, aun cuando los árbitros estén en aptitud de decidir sobre su propia competencia[61] la posibilidad bajo análisis abriría las puertas a una serie de alegaciones destinadas a desconocer el convenio arbitral y su aplicación al caso en función de la presencia de normas como las que son materia de análisis. Estimamos que la ruta a transitar para determinar cuándo una controversia interesa al orden público es otra y que la expuesta debe descartarse porque resiente todas las funciones que se asignan al arbitraje. Así, estimamos que una controversia interesará al orden público cuando comprometa, palmariamente, intereses distintos a los de las partes de proceso. Una buena pista para esta materia la da la legitimación con que cuenta el Ministerio Público para intervenir en ciertas controversias. Conforme al artículo 220 del Código Civil, las nulidades sancionadas por el artículo 219 pueden ser solicitadas por las partes afectadas, por quienes tienen interés y por el Ministerio Público. Estimamos que tal legitimación pone de manifiesto un interés que trasciende a las partes en las controversias en los que se habilita tal intervención. Luego, las mismas interesan directamente al orden público, trascienden el interés de las partes arbitradas y no son susceptibles de arbitraje.

En relación con lo expuesto en el párrafo anterior estimamos que no cabe otra opción. Si se admite la «arbitrabilidad» de las controversias en las que puede demandar el Ministerio Público se presentarían interesantes problemas jurídicos (relativos a la litispendencia y a la cosa juzgada) e irresolubles problemas prácticos, vinculados a la imposibilidad de acumular un proceso arbitral con uno judicial.

En nuestra opinión, aún cuando creamos que el análisis del artículo 1.1 de la LGA debe realizarse caso por caso, estimamos que la consideración que debe presidir el análisis tiene que ver con los intereses comprometidos. Si estos exceden los de las partes y se presentan rasgos de orden público, habrá que tener a la materia por no arbitrable. En efecto, cuando haya que resguardar intereses superiores a los de las partes y estos atiendan al orden público, habrá que acudir, como tiene dicho Lohmann[62] a quién esté obligado a tutelarlos. Debe, finalmente, anotarse que la cláusula de orden público sí excluye, en Brasil por ejemplo, la tutela de derechos *supraindividuales*, personalísmos y las materias que tocan al derecho de la competencia[63].

3. EL TRATAMIENTO DE LA CUESTIÓN EN LA LGA

3.1 Consideraciones previas

Queremos brevemente recordar los dos temas tratados en los puntos 1.2 y 1.3 que anteceden y dar una explicación sobre los calificativos que hemos añadido al arbitraje a pesar de que nuestra Constitución lo considere llanamente como jurisdicción y nosotros estemos dispuestos a darle toda la importancia posible a tal expresión. El Estado Constitucional de Derecho atribuye al arbitraje y a la jurisdicción una función distinta, aunque el primero comparta con la segunda el método (el proceso) y el objetivo (la heterocomposición). Pero con relación al arbitraje y aún considerando la existencia del arbitraje forzoso no es posible afirmar que se cumpla el cometido «mediato» de la jurisdicción: la defensa final

[61] En función del principio de Kompetnz vs. Kompetenz. Cf. SABATER MARTIN, Anibal. La impugnación del laudo en Alemania. En: Cuadernos Procesales No. 16. México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Derecho. 2002.

[62] «El Arbitraje». Op. cit. p. 65.

[63] Cf. DE MATTOS, Antonio José. *Direitos patrimonias disponíveis e indisponíveis á luz da Lei da Arbitragem*. En: Revista de Processo. No. 106. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2002.

de la autoridad legislativa del Estado, y la garantía de la vigencia del derecho objetivo y las libertades públicas esenciales. Asimismo, un proceso arbitral revela un antagonismo de intereses privados y no es ese el lugar donde se escenifican los conflictos sociales; las colisiones entre las actitudes y valores de una época.

Pensamos que la primacía de los intereses privados[64] como fundamento de la tutela arbitral hace a su esencia y que ello impide que pueda haber una asimilación total con la jurisdicción. Las importantísimas funciones que cumplen los árbitros no tienen las implicancias sociales de las de los jueces[65]. Esos desarrollos están basados justamente en los distintos intereses y funciones que cumplen el arbitraje y el Poder Judicial[66] y cabe conjeturar que están hechos justamente en función de la cláusula analizada. Recuérdese que ya en la Francia del S. XIX se entendía la cláusula como un medio de hacer del Juez un legislador en función de los intereses esenciales de la colectividad.

Es precisamente tal cláusula la que por naturaleza distingue y limita el arbitraje. Pensamos que sería aconsejable incorporarla legalmente como límite a tal ámbito en la manera planteada a continuación, a fin de evitar imprecisiones y despejar legítimas desconfianzas. Recordemos que el control judicial del laudo está dispuesto para que sean respetados, en fondo y forma, algunos mandatos esenciales del ordenamiento.

3.2 El orden público no se identifica con el requisito de la libre disposición de la materia

La posibilidad de que se afecte el orden público en sede arbitral no queda conjurada con la imposibilidad de que se arbitre una materia que sea de su interés. Puede ocurrir que no se respeten las garantías procesales mínimas (motivación, contradicción, audiencia, prueba) y no cabe considerar que pueda formarse una cosa juzgada en ausencia de estos requisitos. De otro lado, tampoco creemos posible que el laudo prescinda de la aplicación de normas que interesan al orden público, que lo contravenga en su decisorio en su *ratio decidendi*.

Bajo la lógica expuesta en el punto anterior, creemos que es posible que un laudo afecte el orden público: i) cuando produzca efectos anticompetenciales con la actuación de su decisorio, ii) cuando ordene una conducta o determine un efecto que deba reputarse jurídicamente imposible y, iii) cuando su decisorio (o la actuación de éste) implique la contravención de preceptos fundamentales del ordenamiento.

La vida práctica puede dar más casos. Por ahora baste con comprobar que en las hipótesis citadas la contravención es inaceptable y su posibilidad no queda cancelada con la «*inarbitrabilidad*» de la materia por interesarle al orden público. Aunque improbables, pueden reputarse como ejemplos de los supuestos en cuestión, una decisión relativa a una controversia entre empresas eléctricas que tiene un impacto final en los consumidores en el primer caso. Una orden relativa a un bien fuera del comercio en el segundo y una decisión que, en caso de incumplimiento, autorice a utilizar la violencia contra la parte vencida y, dentro de la misma lógica, un laudo que, por ejemplo, disponga la ejecución de un pacto comisorio. Por otra parte, un Tribunal Arbitral podría ordenar la ejecución de un acuerdo de reparto de mercado o de una concertación de precios, sin que, a «*prima facie*» el asunto aparezca como tocante a la colectividad. No es del todo razonable no acordar una impugnación en tales hipótesis.

Y es que debe apreciarse que la cláusula de orden público marca los límites entre los derechos e intereses individuales y los colectivos, erigiéndose en defensa de los últimos frente a los primeros. Tales intereses, es cierto, mudan con el tiempo y el lugar. Pero existe en los ordenamientos occidentales un funcionario público encargado de protegerlos y extraerlos de la cultura social y económica

[64] Reconocer esa primacía no significa negar el interés que tiene el Estado en que el arbitraje se desarrolle bajo ciertos parámetros. Significa sólo advertir que aún ante ese especial celo no le queda atribuida una función social como la del Juez. Nótese además que incluso en el arbitraje forzoso está presente el elemento de libertad y autonomía de las partes: en la elección del árbitro. Ese es un momento casi tan importante como el convenio arbitral. Platón decía que no hay confianza más sagrada que la que depositan las gentes en un tercero para que resuelva sus controversias, y que a tales personas les viene mejor el nombre de árbitros.

[65] Es impensable que cambios como los introducidos por el Juez Coke o por Marshall puedan provenir del arbitraje. Y tal impacto no sólo pasa por controversias constitucionales. Todo el desarrollo del derecho de la competencia de los primeros cincuenta años del siglo XX ocurrió gracias a la jurisprudencia de los jueces norteamericanos. Lo mismo cabe decir del desarrollo de la doctrina del análisis económico del derecho, a partir de las decisiones californianas relativas a productos defectuosos (*strict liability*) y a otras formas de la responsabilidad extra contractual.

[66] GUARNERI, Op. cit. p. 170 identifica el orden público con la «*public policy*» del *common law*.

vigente a un tiempo, de percibirlos como esenciales y de resguardarlos: el Juez. Por eso es correcto que el artículo 1 de la LGA excluya de las controversias arbitrables aquellas que interesan al orden público. Por el contrario, no es correcto que excluya, en oposición a los principales ordenamientos del occidente, la posibilidad de que un laudo contra el orden público sea anulado. Ello porque ese límite opera tanto respecto de la controversia como tal, cuanto respecto del modo en que esta se decide. El riesgo de que el modo de decisión, o si se quiere la *«ratio decidendi»* contravenga al orden público no queda conjurado con lo establecido por el artículo 1 de la LGA. Por tal razón consideramos una omisión irrazonable, y contraria a la tendencia de los principales sistemas de la actualidad[67], la exclusión de la contravención del orden público del listado del artículo 73 de la LGA como causal de anulación. El límite de orden público ha de ser tanto de entrada (materia susceptible de arbitraje) como de salida (decisión no contraria a los preceptos elementales de un sistema).

3.3 ¿Es posible la impugnación del laudo contrario al orden público?

Sometida la impugnación al principio de legalidad y considerado el listado cerrado del artículo 73 de la LGA sólo cabe concluir que la impugnación que titula éste trabajo no está habilitada en nuestro sistema legal. Pero esa afirmación sólo significa que el laudo no pueda rescindirse a través a través de la demanda de anulación reglada por la LGA. Si la impugnación, por ejemplo, no es por afectaciones al debido proceso, cabría plantear una «acción de amparo» cuando los preceptos de orden público estén ligados a libertades fundamentales protegidas por ese proceso constitucional.

Al efecto, nuestro Tribunal Constitucional ha señalado que, si se trata de afectaciones al debido proceso, la demanda de anulación se constituye en vía previa al amparo[68]. Frente tal consideración es factible estimar que el proceso de amparo queda habilitado por afectaciones al contenido esencial de las libertades fundamentales. Esto no significa que el Juez deba conocer e indagar en las pruebas y fundamentos aportados. Debe conducirse de la misma manera que el Juez del exequátur: preguntándose si la decisión, en abstracto, afecta o no derechos constitucionales.

El fundamento de esta posibilidad, pensada para afectaciones manifiestas y por tanto inaceptables, estriba en que ni el convenio arbitral ni el proceso que le siga suponen una renuncia a la tutela jurisdiccional efectiva para la defensa de los derechos constitucionales. Consecuentemente, si los mismos son afectados cabría recurrir en amparo. Podría argumentarse que se estaría haciendo un distingo ilegítimo, pues respecto de las decisiones judiciales sólo cabe amparo por afectaciones al debido proceso, y no habría razón para admitir que contra un laudo se esté en mejor posición de ataque que contra una sentencia, cuando respecto de la segunda se ha privilegiado la seguridad jurídica frente a la justicia. Este argumento esconde dos problemas. El primero, que la distinta génesis de la decisión impediría equiparar los supuestos, siendo razonable evitar que un laudo sea lesivo de derechos fundamentales, privilegiándose así el valor justicia. El segundo, que esconde una interpretación extensiva de una norma que restringe derechos: aquella que restringe el amparo contra resoluciones judiciales sólo para afectaciones al debido proceso.

Sin embargo, la Ley 27053 del 18 de enero de 1999 ha zanjado la discusión al indicar que no cabe el amparo contra resoluciones judiciales o arbitrales emanadas de un procedimiento regular. Con ello sólo son controlables en amparo los laudos que afecten el derecho al debido proceso y originen un procedimiento irregular. Para usar nuestra terminología, sería recurrible el laudo que

[67] Recuérdese que en Suiza se admite expresamente una anulación por violación manifiesta del Derecho.

[68] Expediente No. 582-2001, ante el Tribunal Constitucional. En dicha ocasión el TC declaró improcedente el amparo por considerar que se había interpuesto después de 60 días de expedida la decisión de la Corte Superior, pero le asignó a la demanda de anulación, en lo que hace a la causal de afectación al derecho de defensa, el carácter de vía previa. Ahora bien, no obstante dicha decisión, existe un supuesto de afectación al debido proceso cuya corrección no está revista por el artículo 73 de la LGA. En efecto, la impugnación contra afectaciones al debido proceso está restringida, a tenor de la sintaxis del artículo citado, a las que ocurren en el desarrollo del proceso arbitral y no a las que puedan cometerse en el laudo. Siento la motivación un componente del derecho a la tutela jurisdiccional, cabe controlar la motivación del laudo en amparo pues está no es un vicio del procedimiento. Sobre el deber de motivación como componente constitucional tiene dicho nuestra máxima Corte: «que, conforme a lo establecido en el inciso cuarto del artículo ciento veintidós del Código Procesal Civil, toda resolución debe contener la expresión clara y precisa de lo que se decide u ordena, respecto de todos los puntos controvertidos; Cuarto.- Que, dicho mandato guarda consonancia con la exigencia constitucional de la motivación, entendiéndose que ésta constituye un elemento eminentemente intelectual, que expresa el análisis crítico y valorativo llevado a cabo por el juzgador, expresado conforme a las reglas de la logicidad y comprende tanto el razonamiento de hecho como el de derecho en los cuales el juzgador apoya su decisión»[Casación No.- 1102-00 LAMBAYEQUE Ejecución de Garantías 18-07-2000. Publicada en El Peruano el 30 de octubre de 2000.]

contravenga el orden público procesal, no así el orden público material.

Dada la modificación referida, no es posible anular el laudo a pesar de que éste afecte derechos fundamentales «materiales» o contravenga, en las reglas aplicadas a la decisión del caso, preceptos de orden público. Salvo lo expuesto sobre el amparo y conforme se explica a continuación, bajo la LGA no es posible anular un laudo que contravenga, materialmente, el orden público.

3.4 Las alternativas posibles

Hemos dicho que la cosa juzgada que produce el laudo sólo puede ser rescindida por la demanda de anulación o por el amparo por procedimiento irregular. Consecuentemente, la alternativa a plantearse no se dirige contra la cosa juzgada sino contra la ejecución del laudo. La pregunta aquí es ¿puede ejecutarse un laudo que contravenga el orden público? Para utilizar uno de los ejemplos planteados en el punto 3.1 ¿puede ordenarse forzosamente la entrega de un bien que está fuera del comercio?

Creemos que la respuesta está en una de las condiciones de la acción: la posibilidad jurídica del pedido. Respecto a la exigibilidad de tal requisito en sede de ejecución ha dicho Dinamarco[69]: «La acción ejecutiva es acción y, por tanto excluir la incidencia de alguna de las condiciones *in executivis* significaría negar al sistema como un todo. La relevancia funcional de las condiciones de la acción ejecutiva en la mecánica del proceso de ejecución y de su procedimiento constituyen un dato inalienable del sistema».

En nuestro concepto es jurídicamente imposible ejecutar un laudo que contravenga el orden público. Sírvanos el concepto que de posibilidad jurídica nos brinda también el profesor brasilero: «que ella significa la admisibilidad, en abstracto, del proveído deseado, o la existencia de éste dentro del ordenamiento jurídico, o que sólo hay posibilidad jurídica si el derecho objetivo sustancial admite ese pedido»[70]. Según nuestra noción de orden público, es indudable que la misma integra el derecho sustancial y éste no sólo no reconoce un pedido que lo contravenga sino que lo rechaza. Para utilizar la tesis de Chiovenda[71], no hay una voluntad específica en la ley (en el Derecho) para autorizar una ejecución contraria al orden público. Ello no nos parece jurídicamente posible.

Así, la única posibilidad que nos queda abierta sería la de solicitar la improcedencia de la ejecución por contener la misma un petitorio jurídicamente imposible, pues el mismo es rechazado por el ordenamiento material. No es posible afirmar que, en abstracto, se admita un pedido de ejecución (que supone la función sustitutiva de la jurisdicción, esto es, adecuar la realidad fáctica a lo estatuido por el título respectivo) mediante el cual los Jueces deban modificar la realidad para adecuarla a un resultado rechazado por el orden público.

No vemos problema en que la petición se realice en vía de «acción», a través de un proceso de mera declaración, destinado a solucionar la crisis de certeza vinculada a la posibilidad de ejecutar o no un laudo que contravenga el orden público. En efecto, el recurso al Judicial se constituye en el único mecanismo capaz poner fin a tan delicada situación. Nótese que la posibilidad bajo análisis, tanto en defensa como en ataque, no supone bajo ningún punto una revisión de la controversia: el control se realiza en abstracto.

Por tanto, los efectos de un laudo contrario al orden público, tal y como está diseñada la impugnación actualmente por la LGA sólo pueden ser rechazados en su ejecución, siendo imposible anular lo decidido. Ello, como tenemos dicho, sólo puede lograrse vía amparo por proceso irregular (orden público procesal) y, en caso se acepte nuestra tesis sobre el artículo citado 73, tal amparo puede plantearse, sin que deba recorrerse la impugnación allí habilitada, cuando se alegue un defecto de motivación en el laudo.

3.5 El problema del laudo de equidad

De cara a nuestra propuesta sobre la LGA conviene dejar planteado el problema de los arbitrajes de equidad. Y para ello ha de tenerse alguna idea de aquello en lo que estos consisten. Suele afirmarse que en el arbitraje de equidad se crea una regla para la solución del caso concreto, no prevista por el derecho

[69] DINAMARCO RANGEL. Cândido. *Execução Civil.* p. 394. Sobre la naturaleza de la posibilidad jurídica como condición de la acción véase: ENRICO LIEBMAN. *L'azione nella teoría del processo civile. Rev. Trim. Dir. Proc. Civ.* 1950.

[70] Ibidem, p. 382.

[71] CHIOVENDA, Giuseppe. Instituciones de Derecho Procesal Civil. Vol. I. Madrid: Revista de Derecho Privado. *1954.* p. 232.

y que ella supone «una morigeración del rigor de la ley». Esta percepción es insuficiente. Si no se exigiera una racionalidad superior al «leal saber y entender» de los árbitros, los juicios de equidad serían perfectamente arbitrarios. Por el contrario, la idea en el arbitraje de equidad es precisamente la opuesta. Debe intentarse siempre que la regla sirva para controversias futuras que respondan a la misma lógica. Como establece el artículo 1 del Código Civil suizo, al resolver según la equidad el Juez dispondrá «según lo que hubiera establecido él como legislador»[72]. Igual orientación se sigue en derecho brasileño[73] y ello no es sino consecuencia de uno de los principios orientadores de la equidad: tratar igual a los iguales y desigual a los desiguales[74].

La relación del derecho con la equidad ha sido y será materia de los más arduos debates. Bástenos con señalar, con el Profesor Galgano y a efectos del arbitraje de equidad, que «...la equidad no se contrapone al derecho: es un derecho equitativo opuesto al derecho codificado; la diferencia no es entre derecho y no derecho, sino entre los diversos modos de formación del derecho[75]»

Ahora bien, esa regla específica que se crea para el caso, y que ha de servir en el futuro, no brota espontáneamente del árbitro. «Juzgar según la equidad significa juzgar conforme a la cultura económica y social de un tiempo»[76]. Por ello, un laudo de equidad contra el orden público es imposible de concebir. El primer concepto implica la creación de una regla particular a una controversia determinada, que la considere en toda su singularidad, y la resuelva con miras al establecimiento de las «razones de la decisión» como máximas para la resolución de futuras controversias similares. En ello el juzgador (juez o árbitro) actúa expresando, como dice Vittorio Frosini, una cierta civilidad política. Más adelante agrega: «Aquello que resuelva, por fin, no lo hará como profeta de la moralidad, sino y simplemente como artesano del espíritu, como experto dinámico del ordenamiento jurídico[77]».

El orden público expresa ese conjunto de preceptos que una sociedad juzga como esenciales. Un laudo de equidad, una expresión de cierta cultura económica y social, no puede contrariar lo que, precisamente, esa sociedad tiene como esencial. Ello porque la equidad tiene en esos preceptos sus propios cimientos.

Ha resuelto la Corte Suprema de Italia[78] que: «...el pronunciamiento según la equidad no implica absoluta libertad del árbitro, también los árbitros de equidad están llamados en todos los casos a observar la norma fundamental e imperativa [*cogenti*] de orden público, puesta en vista de los intereses y como tal no inderogable por la voluntad de las partes, no susceptible de formar objeto de compromiso» [79]

Bajo el desarrollo anterior no cabe hacer ningún distingo entre el arbitraje de equidad y el arbitraje de derecho a efectos de la impugnación de los respectivos laudos, si ellos afectan el orden público. Ello sin perjuicio de que un laudo de equidad contrario al orden público sea un contrasentido. Pero es posible que ocurra y, si por nada más, debe otorgarse una vía para su impugnación.

3.6 Bases para una reformulación del artículo 73 de la L.G.A.

Estimamos que el orden público es un límite natural del arbitraje y como tal debe ser reconocido en su regulación legal. Si se advierte que la maquinaria de la ejecución se activa sin necesidad de homologación, debe apreciarse adecuado que la impugnación del laudo permita verificar que éste ha sido respetuoso en su formación (orden público procesal) y en el contenido de la decisión (orden público material) respecto de ciertos preceptos que fundamentan nuestra vida

[72] MOSSET ITURRASPE, Jorge. «Justicia Contractual». Buenos Aires: EDIAR, 1979. p. 7 y 10.
[73] El artículo 114 del Código Procesal Civil establecía que: «Cuando está autorizado a decidir por equidad, el juez aplicará la norma que establecería si fuese legislador».
[74] RAO, Vicente. Equidad y Derecho Positivo. En: Instituciones atípicas en Derecho Privado. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 1985. p. 209.
[75] GALGANO, Francesco: *L´equità degli arbitri*. En: *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*. Milano: Giuffrè, 1991. p. 417
[76] Op. cit. p. 415
[77] FROSINI, Vittorio. La equidad en la teoría general del derecho. En: Instituciones atípicas en Derecho Privado. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 1985. p. 224-225. Para el profesor italiano tampoco es posible un laudo en equidad contra legem, pues la equidad es un concepto *praeter legem*.
[78] Cass., 25 maggio 1981, n.3414, in Guist. Civ, 1981, I., p. 2600. Citada por Galgano: Op. cit. p. 415.
[79] Se ocupaba del tema expresamente el Profesor Ráo: «Adaptar la ley a los casos concretos, suprimir sus defectos y lagunas, mitigar su eventual rigidez en aras a la humanitas y la benignitas, no significa que pueda fallar *contra legem*« Dicho autor prefiere encontrar una «disidencia» entre lo preceptuado por la norma de orden público y la hipótesis fáctica concreta, si el la primera resulta notoriamente injusta para la segunda. [Op.cit. Pág. 213].

jurídica. A la fecha ello no es posible y debe serlo.

En tal sentido, la incorporación de la causal de anulación por contravención del orden público (en el decisorio) resulta necesaria, pues están quedando en el limbo jurídico aquellos laudos que lo contravienen y que, por un lado, no pueden ser ejecutados y, por otro, han producido cosa juzgada. Asimismo, la incorporación de la causal en cuestión permitiría al Judicial conocer de las afectaciones al debido proceso que vayan más allá del derecho de defensa al interior del proceso arbitral –hipótesis que sí reconoce el artículo 73– y se refieran por ejemplo, y sin que sea necesaria una labor argumentativa, a la exigencia de la debida motivación de toda decisión.

En efecto, resulta curioso que la Constitución garantice la debida motivación y la LGA no prevea expresamente una impugnación cuando no se cumpla con aquella exigencia, a pesar de la asimilación que ha hecho respecto del arbitraje con la jurisdicción. Con tal previsión quedarían armonizadas la impugnación que prevé el artículo 73 en cuestión y la que habilita el amparo.

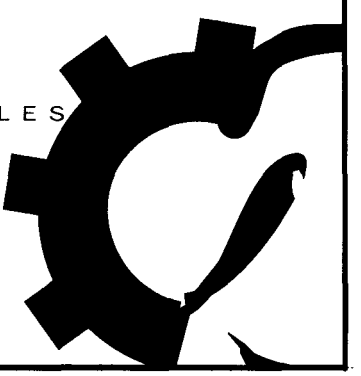
En tal reforma sería también aconsejable, además de introducir la causal en comento y fijar el concepto de orden público como límite al arbitraje, contar con una norma que, como en la legislación española, atribuya la calidad de título de ejecución a los laudos dictados con «arreglo a lo establecido en la presente ley»[80]. Con ello el Juez ejecutor estaría en aptitud de denegar la ejecución cuando el laudo contenga, por ejemplo, afectaciones al orden público, verse sobre materia indisponible o suponga el análisis de una controversia que, directamente, interese al orden público.

Queremos terminar afirmando que el orden público tutela, ante todo, los intereses esenciales de la colectividad. A pesar de que las hipótesis tratadas puedan resultar singulares, no debe perderse de vista que, conforme a la formulación actual de la LGA, ni la parte afectada ni los posibles terceros cuentan con mecanismos adecuados para tutelar sus derechos frente a un laudo sobre el que trata éste trabajo. Esa posibilidad es grave, además, porque representa una desconfianza teórica e histórica en el Juez que, en nuestra humilde percepción, nos va a condenar a una sociedad premoderna.

[80] Ley de Arbitraje del 5 de diciembre de 1988. Artículo 52.

DELAPUENTE
ABOGADOS

SERVICIOS LEGALES AMBIENTALES
WWW.DELAPUENTE.NET



Entrevista a George Triantis

Perre Bowen Professor of Law y Horace W. Goldsmith Research Professor en la Facultad de Derecho de la Universidad de Virginia. Es editor de la Revista de Análisis Económico del Derecho de la Universidad de Chicago y Director del programa John M. Olin en Análisis Económico del Derecho para la Universidad de Virginia. Tiene a su cargo los cursos de Contratos, Derecho Mercantil, Garantías Reales, Derecho Concursal y Mercado de Valores. Es autor de diferentes artículos en relación con estas materias. Tiene en prensa dos importantes obras: una vinculada al análisis financiero y legal de las transacciones garantizadas y la otra consistente en un estudio de Derecho Comercial.

La entrevista fue realizada y traducida por José Domingo Rivarola Reisz, Master en Derecho por la Universidad de Virginia.

de no cobro y en consecuencia le prestará al deudor a una menor tasa de interés. Por el contrario, un acreedor no garantizado o incluso el accionista del deudor, tiene un mayor riesgo de no cobro y en consecuencia le prestará al deudor a una mayor tasa de interés. En una situación ideal sin costos de transacción, los rangos de prioridad no importan porque todos los acreedores están en capacidad de transar sus posiciones iniciales y "vender" su prioridad inicial y con ella la posibilidad de cargarle una mayor o menor tasa de interés al deudor. En buena cuenta lo anterior vendría a ser un juego de suma cero en el que simplemente la torta se divide distinto y en el que cada acreedor paga por su pedazo de torta aquello que está dispuesto a pagar por dicho pedazo.

Sin embargo, en el mundo real algunas personas no pueden transar sobre el rango de prioridad y la tasa de interés que le cobrarían al deudor. Los acreedores extracontractuales son un excelente ejemplo de esto último puesto que éstos reciben una tasa de interés fija sobre el monto indemnizatorio que las cortes le obliguen al deudor a pagar a favor de dichos acreedores. En ese sentido, los acreedores extracontractuales reciben una tasa de interés fija[1] a cambio del "préstamo"[2] realizado, sin interesar si el deudor tiene otros acreedores garantizados y deudas indemnizatorias adicionales o si el deudor le debe sólo a la víctima pero a nadie más. Sin embargo, a pesar de recibir la misma tasa de interés en ambas situaciones, es claro que el riesgo de ambas es distinto para el acreedor extracontractual. Como el acreedor extracontractual no está en capacidad de transar, el juego de suma cero que acabo de describir no se aplica. En consecuencia, sí creo que tiene sentido darle a los acreedores extracontractuales el mismo orden de prioridad que le corresponda a los acreedores garantizados.

Con respecto a los trabajadores, la cosa es un tanto distinta, porque éstos sí pueden negociar con los sueldos que reciben y proponerle a su empleador, asumiendo que este último tenga muchas deudas con acreedores garantizados, recibir un salario más alto a cambio del mayor riesgo de no cobro al que están expuestos. Si uno no confía en que los acreedores laborales pueden negociar entonces los rangos de priori-

En el ámbito concursal, el orden de prioridad para el cobro de los créditos tiene una gran importancia para lograr la eficiencia *ex-ante* del sistema. En este sentido, se critica que el sistema concursal peruano privilegie el cobro de los créditos laborales sobre los créditos garantizados. Por otro lado, algunos académicos plantean la posibilidad de otorgar un tratamiento prioritario a los créditos extracontractuales. En general, ¿cuál cree usted que es el orden de prioridad más eficiente, teniendo en cuenta los efectos *ex-ante* de la insolvencia? ¿Considera que hay alguna razón que justifique el desplazamiento de los créditos garantizados del primer orden de preferencia?

Una buena manera de comenzar a analizar el problema es asumir que los acreedores pueden ajustar sus precios en función del rango de preferencia que tienen. En tal sentido, un acreedor de primer rango sabe que tiene menor riesgo

[1] Nota del Traductor: El artículo 1985 del Código Civil establece que la indemnización devenga el interés legal desde la fecha en que se causó el daño, sin hacer distinción en la tasa de interés en función del tipo de víctima.

[2] Nota del Traductor: Se entiende que el "préstamo" funciona de la siguiente manera: la titularidad ostentada por el acreedor ("derecho a no ser dañado en la integridad física o en el patrimonio") es tomada por el deudor como consecuencia de la acción dañosa y debe pagar a cambio de ello una indemnización. Este tipo de "transacciones" se rigen por Reglas de Responsabilidad en el sentido de Calabresi. "Reglas de la Propiedad, Reglas de la Responsabilidad: Un Vistazo a la Catedral" En: THEMIS-Revista de Derecho, Publicación Editada por Alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, N° 21. p.63.

dad no interesan. Sin embargo, si bien pienso que la situación de los trabajadores no es similar a la de los acreedores extra contractuales en términos de la posibilidad de negociar, sí creo que es posible sostener que los trabajadores no están en posibilidad de negociar sus salarios y ajustarlos en función del mayor o menor riesgo que soportarían en caso de ser contratados por una empresa con un alto nivel de morosidad al momento de efectuar la contratación del trabajador.

La hipótesis que usted se plantea respecto a la posibilidad de negociar de los trabajadores tiene como premisa la ausencia de costos de transacción en la relación empleador – empleado y que hay competencia perfecta en el mercado laboral.

Si uno asume que el mercado laboral funciona de esa manera, entonces se generaría el juego de suma cero que acabo de describir, en el cual los rangos de prioridad no interesan. Si por el contrario, uno asume que existen costos de transacción, algún nivel de asimetría informativa, entonces la consecuencia sería tender hacia el otorgamiento de prioridad a los empleados por sobre los acreedores garantizados.

¿Cuál es su opinión sobre la propuesta para establecer reglas de insolvencia a nivel internacional para los casos de países que, como Argentina, se encuentren en la imposibilidad de pagar su deuda externa?

Creo que el punto de partida es preguntarse cuál es el rol de las reglas concursales en el sector empresarial para luego pensar en un mundo sin reglas concursales. Cabe recordar que los acreedores tienen una serie de derechos fuera del contexto de las reglas concursales. Tienen el derecho de apropiarse de la garantía si son acreedores garantizados con bienes muebles[3], y si son acreedores no garantizados, tienen el derecho de recurrir a las cortes y obtener una sentencia que luego les permita embargar la propiedad del deudor y luego rematarla para satisfacer su acreencia.

Las reglas concursales comienzan a tener un rol cuando hay más de un acreedor. Si sólo hay un acreedor el Derecho Concursal es irrelevante, puesto que si hay incumplimiento el acreedor ejecuta al deudor y se hace cobro de la deuda, deja el remanente para los accionistas si es el caso y, ese es el final de la historia.

Pero si hay varios acreedores y todos ellos tratan de ejecutar al deudor simultáneamente involucrándose en una competencia por ver quién llega primero y cobra, entonces se destruye el valor de la empresa, puesto que cada acreedor tratará de ejecutar activos que valen más juntos que separados. Entonces, acá las reglas concursales tienen un papel importante, que es forzar a los acreedores a cobrar en el marco de un proceso colectivo que protege el valor de los activos del comportamiento depredador de los acreedores individualmente considerados.

La pregunta en contextos internacionales en los que ciertos países tienen deudas que no pueden pagar, es si las reglas concursales son necesarias o si por el contrario se necesita tener claridad sobre cuáles son los derechos de los acreedores cuando hay un incumplimiento. Supongo que no está tan claramente establecido qué derechos tienen los acreedores frente al incumpliendo en el pago de la deuda externa. ¿Pueden éstos rematar predios o plantas industriales al igual que un acreedor hipotecario? Esta es en realidad la primera pregunta que debe ser analizada antes de establecer si son necesarias las reglas concursales en contextos internacionales. Una vez que resolvamos lo relativo a cuáles son los derechos de los acreedores individualmente considerados ante la falta de pago de la deuda externa, entonces luego podremos preguntarnos si el hecho de que cada acreedor trate de cobrar por su lado genera una situación ineficiente que deba ser remediada con las reglas concursales.

En la medida en que los acreedores internacionales no puedan embargar o afectar propiedad estatal, la cual es administrada por el Estado en interés de la población, parece que el problema no tiene una solución clara.

Así es. Ese es un primer problema. Sin embargo, desde el punto de vista del Derecho Concursal, el problema aparece en el mundo empresarial cuando varios acreedores intentan ejecutar activos de la empresa por separado cuando éstos valen más juntos. Bueno, este mismo problema no tiene un paralelo en el contexto internacional. Sí hay un problema serio en cambio cuando los acreedores no pueden ejecutar coactivamente a su deudor y concuerdo con usted en que este es el problema que debe

[3] De acuerdo con el Código Comercial Uniforme de los Estados Unidos, en caso de incumplimiento los acreedores prendarios pueden tomar posesión de la prenda y venderla para hacerse cobro de la deuda, sin necesidad de recurrir al auxilio de la fuerza pública o a un remate judicial.

ser resuelto primero.

Sin embargo, también sabemos que en el mundo empresarial más reestructuraciones ocurren fuera del procedimiento concursal que dentro de él. Se puede decir entonces que muchas reestructuraciones ocurren bajo la sombra del Derecho Concursal y en consecuencia, las reglas concursales tienen un papel importante incluso cuando las reestructuraciones ocurren fuera del procedimiento concursal. No obstante, tengo la impresión de que en un mundo sin reglas concursales, muchas empresas serían igualmente reestructuradas y es por ello que no me queda claro que necesitemos un régimen concursal internacional para fomentar la reestructuración de la deuda externa.

¿Cuál es el principal incentivo que tienen los acreedores en el mundo empresarial para acordar reestructurar las deudas de la empresa insolvente?

El principal incentivo es la preocupación de que la ejecución individual por parte de otros acreedores puede reducir el valor total de la empresa así como la participación de cada acreedor en dicho valor. El segundo incentivo es la preocupación consistente en que cuando el deudor está sobre endeudado pierde incentivos para esforzarse, puesto que ¿por qué uno trataría de obtener ganancias si todas ellas van a los bolsillos de los acreedores? Así, los administradores de la empresa y los trabajadores pierden incentivos para trabajar duro y los accionistas pierden el incentivo para invertir más dinero en la empresa. Ante ello, los acreedores suelen acordar una reestructuración para darle al insolvente incentivos para tratar de revertir la situación.

Si me piden traducir lo anterior al mundo internacional, el incentivo que tendrían los acreedores internacionales para acordar reestructurar un país sería el segundo de los incentivos que acabo de explicar, puesto que el primer incentivo parte de la premisa que los acreedores tienen la posibilidad de ejecutar coactivamente al país deudor.

En cierto sentido, los acreedores pueden llegar a acuerdos de reestructuración que hagan que todos ellos estén mejor así como que el país deudor esté mejor, de tal manera que se creen incentivos para una política gubernamental sensata y para trabajar de manera más intensa en beneficio del país y del pago de la deuda.

¿Pero qué ocurre en países en los que los ciudadanos le dan más valor al populismo que a una política gubernamental sensata? ¿Qué ocurre si los ciudadanos no le otorgan valor al hecho de pagar o reestructurar la deuda externa?

Voy a dividir su pregunta en dos. La primera sería qué ocurre si la población dice: ¿para qué nos sirve a nosotros la reestructuración? La respuesta sería que si el Estado no paga la deuda no tendría luego la posibilidad de pedir nuevos préstamos. Y si a ello la gente replica que no necesitan al Fondo Monetario Internacional, entonces esa replica implica una visión miope y de corto plazo.

La segunda pregunta sería qué ocurre si la gente no concuerda con los términos de un acuerdo de reestructuración concreto. La respuesta sería que como en cualquier negociación empresarial, siempre hay la posibilidad de llegar a un buen acuerdo e incluso hasta el ciudadano más populista en última instancia estará de acuerdo en que es necesario llegar a alguna forma de reestructuración.

Durante el periodo de gobierno 1985-1990 el gobierno peruano decidió dejar de pagar la deuda externa y en aquella época la mayoría de la población respaldó esta decisión. A pesar de que hoy en día el país es gobernado de acuerdo a lineamientos de política que no coinciden con aquella iniciativa consistente en dejar de pagar la deuda, sí existen ciertas tendencias a regresar a los años ochenta. Como es lógico, ello despierta cierta preocupación entre el 25% de la población que en este momento respalda los lineamientos de la actual política ¿Qué puede hacerse para evitar regresar al no pago de la deuda?

Mi impresión es que en muchos países en los que la opinión pública es reacia a la reestructuración, la persona promedio piensa que los préstamos otorgados por los prestamistas internacionales están directamente dirigidos a beneficiar a la clase alta del país receptor del préstamo y no a beneficiar a la clase media y baja, la mayoría de la población. En consecuencia, se suele pensar lo siguiente: ¿por qué debería apoyar el pago de la deuda o la reestructuración de la misma si yo no obtengo nada con ello?

Si el gobierno afronta ese problema y se asegura que los beneficios derivados de los préstamos sean percibidos directamente por la clase media y baja, entonces habrá una mayor tendencia a respaldar una política que evite caer

en incumplimiento en el pago de la deuda externa.

Debido al alto índice de informalidad que existe en el Perú, un amplio sector de la población no tiene acceso a mecanismos registrales que le permitan publicitar sus derechos de propiedad. Considerando que la informalidad constituye un impedimento para el acceso al crédito bancario y que éste representa el 90% de los créditos otorgados en el país: ¿qué mecanismos propone usted para fomentar el acceso al crédito de los informales en estas circunstancias? ¿Existe para ellos alguna alternativa al crédito bancario?

Quiero establecer una distinción entre la definición de derechos de propiedad y la publicidad de éstos. Lo primero es extremadamente importante tanto para la economía en general como para la disponibilidad de crédito. En efecto, es importante que los derechos de propiedad estén claramente definidos y que exista un sistema judicial sensato dispuesto a hacer respetar dichos derechos. Sin embargo, soy un tanto escéptico sobre la publicidad de los derechos de propiedad.

Si yo tengo un negocio y me acerco a un banco en busca de crédito, parte de las preguntas que se me harán serán las siguientes: ¿de qué es usted propietario? ¿Ha otorgado garantías en favor de terceros que graven sus propiedades? Pero un segundo conjunto de preguntas serán las siguientes: ¿qué va a hacer usted con el dinero que le prestaremos? ¿Cuál es el flujo de caja que usted espera recibir de su negocio? ¿Quién va a administrar el negocio? ¿Ha realizado estudios de mercado?

La información sobre este segundo conjunto de preguntas es hecha pública de manera privada. Sin embargo, es usada por el banco para decidir si otorga el préstamo o no. Si el banco no confía en la veracidad de la información que le proporciono siempre podrá recurrir a una tercera persona, como un auditor, que verificará la información. No hay pues un sistema de registros públicos para toda esta información, que es revelada de manera privada.

Cuando se trata de derechos de propiedad respecto de predios y derechos de garantía sobre éstos, el gobierno nos proporciona un registro público. Sin embargo, para darle publicidad a las múltiples operaciones sobre bienes muebles y sobre dinero que ocurren a diario, el gobierno no nos proporciona un registro público similar al registro de propiedad sobre predios[4].

Así, en este tipo de operaciones, no es posible registrar mi derecho. Resulta curioso que determinada información es hecha publica a través de un registro administrado por el gobierno pero la gran mayoría de información es hecha pública mediante mecanismos administrados por privados.

Dado lo anterior: ¿por qué no confiar completamente en mecanismos privados para toda la información que los bancos necesitan considerar antes de otorgar un crédito? Pienso que sí existen ventajas en tener un registro público pero creo que éstas no son esenciales. La clave es tener derechos de propiedad bien definidos a pesar de que no tengamos un sistema de registros administrado por el gobierno.

Asumiendo que los registros de propiedad pudieran ser todos administrados por privados, de la misma manera en que la información referida a la historia crediticia de los deudores viene ya siendo administrada, registrada y hecha pública mediante mecanismos de registro administrados por privados: ¿cómo se podría promover un mercado competitivo de sistemas de registro y divulgación de información?

Como usted sugiere, sería bastante similar a las empresas privadas que actualmente se encargan de la historia crediticia de los consumidores. Estas empresas le cobran un precio al banco por revelar la información que manejan y el banco a su vez le traslada ese costo al consumidor final del crédito.

¿Qué ocurre en pequeñas comunidades en las que los privados no tendrían incentivos para desarrollar el mercado? ¿Sugiere usted la intervención estatal en este caso?

En pequeñas comunidades no hay necesidad de un registro. Todos los habitantes saben de qué es propietario cada uno. En consecuencia, para un banco es suficiente ir al pueblo y preguntarle a la gente quién es el propietario de determinado terreno. Siempre y cuando los derechos de propiedad estén bien definidos la ausencia de un registro en pequeñas comunida-

[4] Nota del Traductor: En esta parte el entrevistado hace referencia al sistema de Registros Públicos en los Estados Unidos, que tiene características bastante distintas al sistema peruano, aunque con algunos puntos en común. Sin embargo, no es necesario mayor detalle para entender el enfoque que se plantea.

des no es un problema. No creo que la ausencia de registros sea una barrera que impida el desarrollo del crédito en ese tipo de comunidades. Sin embargo, una mala definición de derechos de propiedad sí es una barrera para el desarrollo del crédito. Si el banco trata de ejecutar una hipoteca y ni los habitantes ni el sistema legal tienen claridad sobre quién es propietario de qué, entonces sí tenemos un problema.

Si vemos el problema en términos puramente probatorios podríamos tener testimonios contradictorios respecto de quién es el propietario, ante la pregunta hecha por un banco antes de decidir si prestar o no y entonces tendríamos derechos de propiedad inciertos. ¿A qué se refiere con derechos de propiedad claramente definidos?

Uno no tiene derechos de propiedad claramente definidos cuando no tiene el derecho de excluir. Si yo tengo el derecho de usar un terreno y otras personas tienen el mismo derecho al mismo tiempo y de acuerdo a ley, o si otras personas tienen el derecho de usar el terreno para otros usos sin mi consentimiento, entonces estamos frente a un derecho de propiedad mal definido y el banco no otorgará créditos en esas circunstancias, sin importar si el terreno está registrado o no. En conclusión, un derecho de propiedad bien definido depende de una regla legal clara más que de una indagación probatoria sobre quién es propietario.

Argumentos como el encarecimiento del servicio, la disminución de puestos de trabajo y sentimientos nacionalistas, han generado que las privatizaciones en el Perú sean objeto de serios cuestionamientos sociales. En este contexto, ¿es adecuado continuar con el proceso de privatización iniciado? ¿Qué modelo de privatización sería el más conveniente?

Como usted sabe, los cambios con los cuales los economistas se sienten más cómodos son con los cambios eficientes en términos de Pareto, esto es, un cambio en el que por lo menos alguien está mejor y nadie está peor que en el escenario anterior al cambio. Las privatizaciones más convenientes son las conducidas de acuerdo con el criterio de eficiencia de Pareto. El Estado persigue muchos objetivos cuando administra una empresa. No persigue sólo utilidades y usted ya ha dado una pista sobre cuáles son esos otros objetivos. El Estado busca subsidiar los bienes y servicios para beneficiar a la población y a la vez proporcionar la mayor cantidad de empleo posible a través de puestos de trabajo en empresas estatales.

En este escenario el Estado ha decidido sacrificar utilidades a cambio de estar en la posibilidad de perseguir esos otros objetivos, que son básicamente distributivos. Entonces, cuando algo es privatizado es cierto, tal como la experiencia nos lo indica, que las utilidades se incrementan y que las empresas son administradas eficientemente. Sin embargo, la empresa privada no persigue objetivos distributivos como los que persigue el Estado como empresario. Para que una privatización sea eficiente en términos de Pareto, es necesario perseguir objetivos distributivos. Es necesariamente cierto que las personas que son despedidas como consecuencia de la privatización – que en consecuencia pagan un precio más alto por los bienes y servicios ahora privatizados – deben recibir parte de las ganancias derivadas de la eficiencia de la privatización.

La verdad es que si los impuestos eran los que subsidiaban a las empresas estatales que no eran eficientes entonces tiene que haber ahora alguna transferencia de impuestos dirigida hacia las personas que sufren como consecuencia de la privatización. La verdadera premisa de la privatización es incrementar el tamaño de la torta y ello significa que va a haber suficiente valor como para efectuar estas transferencias de impuestos.

Recientemente se aprobó una norma en el Perú que creó un sistema con objetivos claramente distributivos. De acuerdo con la norma, las empresas eléctricas a cargo de la distribución de electricidad al consumidor final, debieron implementar un sistema según el cual los consumidores grandes pagan más que lo que corresponde a la electricidad efectivamente consumida en una situación normal, de tal manera que ese diferencial es destinado a subsidiar a los pequeños consumidores. Al final, los pequeños consumidores pagan menos que lo que correspondería a la cantidad real de electricidad por la que hubieran tenido que pagar en una situación normal. ¿Qué piensa de esta norma?[5]

Pienso que trae ciertos problemas porque afec-

[5] Nota del Traductor: La referencia es a la Ley No. 27510 que aprobó el FOSE (Fondo de Compensación Social Eléctrica) publicada el 28 de agosto de 2001.

ta la decisión de los pequeños consumidores respecto de cuánta electricidad consumir. En otras palabras, si están consumiendo electricidad a un costo menor que el normal, entonces van a consumir más electricidad que la que consumirían si pagaran el precio real de la misma.

Creo que una mejor manera sería la siguiente: si la empresa estatal es más valiosa en manos privadas, entonces podemos comparar esta situación con una oferta de adquisición de una empresa privada que cotiza en bolsa. En este contexto, quien desea adquirir la empresa ofrece un precio que es mayor al valor que tiene la empresa para el actual titular de la misma (digamos, 100), pero menor al precio que le asigna el potencial adquirente a la empresa (digamos, 150). Si la transacción se cierra por 125, entonces hay 25 extra.

Poniéndonos en el caso de una privatización exitosa, el gobierno obtiene 25 extra que deberían ser distribuidos entre las personas que van a sufrir como consecuencia de la privatización, como por ejemplo, los consumidores de menores recursos.

La ventaja es que ellos pueden usar esa suma para consumir más electricidad, para comprar más comida, o para cualquier otro propósito. Eso genera una asignación más eficiente de recursos que la que se obtendría si se transfiere el 25 extra producto de la privatización en la forma de electricidad. Una privatización eficiente genera valor y ese valor normalmente es suficiente como para que todos estén contentos: el Estado, los adquirentes de la empresa, las posibles víctimas de la privatización y el público en general.

Sin embargo, desde un punto de vista paternalista, la desventaja de este mecanismo podría ser que si las víctimas reciben una especie de bonificación como consecuencia de la privatización, que pueda ser utilizada para consumir cualquier tipo de bien o servicio, alguien podría decir que éstas gastarán el dinero de manera ineficiente. Tal vez estas consideraciones subyacen al hecho de que en el Perú los planes de ahorro para la jubilación sean obligatorios.

Supongo que si uno quiere ser un poco paternalista, se podría transferir cierta parte de los 25 en forma de electricidad, pero no toda. De otra manera, habrá sobre consumo de electricidad y eso es ineficiente. Pero si el gobierno tiene una preocupación respecto de ahorrar para la jubilación entonces parte de esos 25 podrían ir a los fondos de jubilación y la otra parte como una bonificación en dinero que sí debería poder ser libremente usada por las personas en consumir lo que consideren necesario para ellas.

Teniendo en cuenta lo sucedido con Enron, ¿cuál es su posición sobre la propuesta para desregular el mercado de valores? ¿Varía ésta tratándose de un mercado de valores poco desarrollado como el peruano?

Usted dijo hace algún rato que los bancos tienen una presencia predominante en el Perú. Esta es una característica de los mercados financieros menos desarrollados. En estos mercados, los intermediarios – categoría que incluye a los bancos – tienen un papel muy significativo. La diferencia con los Estados Unidos es que si los intermediarios, tales como bancos, fondos de pensiones, fondos de capitales de riesgo, todavía tienen un papel importante; también existe la posibilidad alternativa de realizar inversiones sin intermediarios.

Así, es posible invertir en el mercado de valores sin recurrir a un intermediario. El mercado de valores y los intermediarios son de alguna manera sustitutos frente al inversionista. Sin embargo, los intermediarios son más importantes en países sub desarrollados.

Creo que es un error tratar de poner mucho énfasis en el mercado de valores, si todavía se está en una etapa temprana en el camino hacia el pleno desarrollo. Tener un Estado de Derecho sólido y estable y derechos de propiedad bien definidos es el primer paso. Creo que toda economía que se apresure a consolidar un mercado de valores antes de haber dado ese primer paso está poniendo el carro adelante del caballo. Éste no es el orden en el que las cosas deberían hacerse.

Específicamente, con respecto a Enron y las inconductas de los administradores de una empresa, debo decir que este problema se enfrenta tanto desde las Leyes de Sociedades como desde las leyes que regulan el mercado de valores. La regla que prohíbe el *insider trading* y la nuevas leyes que se están aprobando en los Estados Unidos dirigidas a controlar las conductas de los administradores de las empresas, han sido calificadas como herramientas de regulación del mercado de valores, tarea que está a cargo de

[6] La SEC es el equivalente de la CONASEV -Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores- en el Perú.

la SEC – *Securities Exchange Comission*[6] -, pero en realidad son herramientas vinculadas con la promoción de un buen gobierno corporativo.

En realidad la pregunta que me ha formulado tiene dos implicaciones: ¿qué modificaciones debemos hacerle a las leyes que regulan las sociedades y corporaciones en respuesta a casos como Enron? ¿Qué modificaciones debemos hacerle a la Ley del Mercado de Valores? En el campo del mercado de valores, la desregulación implica permitir que las bolsas de valores se regulen a sí mismas. Sin duda hay ventajas en esto, de la misma manera en que hay también ventajas en permitir a través de una ley federal que cada estado integrante de los Estados Unidos – aunque debo decir que hay mucho debate sobre si las ventajas son tales - apruebe sus propias Leyes de Sociedades de tal manera que cada estado compita con los otros por tener la ley más eficiente, para así fomentar que más empresas se constituyan dentro de sus jurisdicciones.
Sin embargo, algunas personas creen que la competencia realmente generará que las leyes que regulan las sociedades y empresas tiendan a ser peores, en la medida en que cada estado tratará de atraer a gerentes y directores hacia empresas constituidas en ese estado, por la vía de aprobar leyes que sean más amigables para la administración de las empresas, como por ejemplo leyes que permitan bloquear la realización de una oferta pública de adquisición de la empresa que sea beneficiosa para los accionistas. De otro lado, si uno permite que las bolsas de valores compitan entre ellas, podríamos predecir que cada bolsa tratará de ofrecer a los inversionistas y emisores de valores las mejores condiciones tecnológicas, reglas de juego claras, entre otras, para inducirlos a que realicen transacciones a través de esas bolsas. Esta fuerza competitiva está disminuida cuando el Estado regula las bolsas de valores.

Entrevista a Hernando de Soto

Hernando de Soto es presidente del Instituto Libertad y Democracia (ILD). Miembro del Swiss Bank Corporation Consultant Group, y director del Banco Central de Reserva del Perú. Ha sido designado por el semanario Time como uno de los cinco principales innovadores de América Latina en el siglo XX. Encargado del diseño e implementación de programas de formación de capital para los países pobres en Asia, América Latina y el Medio Oriente. Ganador del Premio por la Libertad (Suiza) y el Premio Fisher (Reino Unido). Ha recibido recientemente el Premio Goldwater (Estados Unidos), el Premio Adam Smith de la Association of Private Enterprise Education (Estados Unidos) y el Premio CARE Canadá para el Pensamiento Destacado sobre el Desarrollo (Canadá). Ha publicado dos libros sobre la economía y política del desarrollo: «El otro sendero» y «El misterio del capital: por qué el capitalismo triunfa en occidente y fracasa en el resto del mundo». Ambos best sellers traducidos a cerca de 20 idiomas. El ILD ha sido designado por The Economist como uno de los dos centros de estudios para la formulación de políticas (think tank) más importantes del mundo.

La entrevista fue realizada por Alejandro Manayalle, Mirella Miranda y Gerardo Solís.

1. Si legalizar los derechos de propiedad, como usted propone, es una de las soluciones para integrar a los informales a la economía ¿por qué es que los gobiernos de los países en desarrollo se resisten tanto a tomar esa medida?

En primer lugar, cabe destacar que estos gobiernos no se resisten. En efecto, nosotros hemos tratado de hacer un inventario de cuántas veces se ha tratado de titular y otorgar derechos de propiedad claros en América Latina. Han sido varias veces. En el Perú, para comenzar, desde la conquista hasta la fecha se trató de titular todo el territorio hasta en 21 oportunidades. No es que los Estados no quieran titular, lo que sucede es que la titulación no funciona.

El hecho que exista una institución como Registros Públicos es, obviamente, una invitación a todo el mundo a que registre sus propiedades. Lo que ocurre es que los dirigentes políticos y los pensadores no se explican por qué la gente no pasa por el umbral de definir la titularidad de sus derechos de propiedad que, en nuestros casos, es el Registro.

Desde el momento mismo de efectuado el registro se aplica la ley sobre los derechos de propiedad. Sin embargo, se presenta un problema: sucede es que nos falta educación o, como diría el ex Presidente Paniagua, nos falta «hombría de bien». Es decir, que la gente no trate de inscribir los derechos de propiedad y «pasar» al Registro porque simplemente son unos ladronzuelos o unos incultos y por ello no conocen el valor de tal Registro. Sucede que hay que educarlos.

El problema no es que los gobiernos no quieran elaborar programas registrales adecuados, el problema es que éstos presumen que la razón por la cual la gente no utiliza los Registros es la falta de cultura general. Por ello, en el Instituto Libertad y Democracia estamos logrando entender en el mundo (después de varios años de investigaciones, de publicitar y de promover el concepto de Registro) que el derecho -aquel que registra por un lado y que genera el marco normativo por el cual se define la propiedad por el otro- ha creado sistemas que no están de acuerdo con las costumbres y las prácticas de la gente común y corriente. Ese es el problema, el derecho genera sistemas que son sumamente engorrosos y corruptos.

Por eso repito: el problema no es que los gobiernos no se den cuenta de cuáles son los instrumentos que se deben establecer (no conozco un país desde Ghana o Mozambique hasta el Perú, que no tenga un derecho de propiedad). No es que los gobiernos no quieran implementar Registros eficientes. Lo que sucede es que los gobiernos no se dan cuenta de que la gente no tiene acceso a la cultura y educación que los gobernantes tienen. Los gobiernos no se dan cuenta de la importancia de este aspecto toda vez que perciben que el problema es uno: las leyes y las normas de la propiedad en países en desarrollo como los nuestros son pésimas.

2. Usted siempre ha señalado que el capitalismo constituye una opción para los más pobres, muchas críticas, sin embargo, señalan que el capitalismo es un mecanismo más bien de exclusión antes que de integración. ¿Cómo es que usted afirma que el capitalismo tiene más bien una raíz de integración?

La forma como he planteado mi teoría es que la economía de mercado es la solución para los pobres y que llegar al capitalismo es una tarea que ellos todavía tienen que desarrollar. La razón por la cual concluyo que ésta es la solución es porque sencillamente los pobres están desarrollando tal tarea día a día.

En efecto, yo veo a gente pobre todo el día y en distintas partes del mundo y todos trabajan en una economía de mercado. No conozco a pobres que no estén trabajando en economías de mercado, salvo que éstos estén en Corea del Norte o Cuba. Puede ser que el Estado se encargue de todos, pero todos los pobres que generalmente trabajan

lo hacen como ambulantes o microbuseros, es decir, trabajan en una economía de mercado.

La economía de mercado, además, fue una creación de los pobres, esencialmente, para luchar contra los reyes. El error de percepción de las críticas se encuentra en que los pobres desarrollan sus tareas en economías de mercado fragmentadas, es decir, que los ambulantes de la plaza «Dos de Mayo» se conocen entre ellos pero no conocen a los de la plaza colindante. Es más, podemos compararlos con aquellos mercaderes que Cristo botó de su templo hace 2 000 años porque lo habían convertido en un mercado (esa es la razón por la cual Cristo estaba furioso), pero ya estaban ahí, en una economía de mercado. La razón por la cual esos mercados no eran tremendamente eficientes fue su tamaño: estos mercados eran pequeños.

La economía de mercado se vuelve grande y poderosa cuando se extiende y cuando tiene como participantes a un gran número de agentes. Por ejemplo, si usted tiene un teléfono y otra persona no, éste va a servir muy poco, con dos personas va mejorando la utilización del teléfono, si los suscriptores llegan a veinte la situación mejora aún más y, evidentemente, con un número de suscriptores como el actual éste funciona muy bien y nos interconecta.

Esta explicación es la misma para la economía de mercado. En efecto, mientras somos más quienes nos dividimos el trabajo y nos especializamos (unos hacen alquileres, los otros radios, etc.), más cooperamos entre todos para cada uno hacer lo que mejor le corresponde, es decir, el sistema funciona más eficientemente.

Ahora bien, de acuerdo a todo lo que he planteado, es importante darse cuenta que lo que sucede con los pobres es que están fragmentados. Por ello, creo que la economía de mercado por sí sola no excluye, lo que excluye es la economía de mercado legal. En efecto, cuando se ha tratado de normar la economía de mercado en nuestros países, la profesión jurídica ha creado un sistema exclusivista. La economía de mercado no es el problema, el problema es el derecho que la sistematiza inadecuadamente.

Esto, evidentemente, no es causa de que la gente quiera formar parte de la economía de mercado sino causa de la existencia de un mal sistema. De hecho, un peruano que no logre formar parte de la economía de mercado en el Perú, sí logrará hacerlo con facilidad en los Estados Unidos. Esta debe ser una de las razones por las cuales más de dos millones de peruanos emigraron hacia la economía de mercado de los Estados Unidos. Esta es una de las razones por las cuales estos peruanos no han regresado.

Entonces, el problema no es la economía de mercado. El problema es la normatividad que la regula. Es la normatividad la excluyente y, mientras eso siga ocurriendo, los pobres se encontrarán impedidos de contar con los instrumentos que necesitan para crear capital.

3. Uno de los pilares de su propuesta es justamente la existencia de derechos de propiedad fuertes, sólidos, sin embargo, la corrupción que ha azotado los países latinoamericanos durante los últimos años ha puesto en riesgo la solidez de estos derechos y dificulta su establecimiento. ¿Considera que existe alguna relación entre la falla del modelo capitalista en nuestra región con la corrupción? ¿Podría afirmarse que en abstracto el nivel de corrupción es proporcional con el nivel de intervención del Estado en la economía?

Empezaré a responder esta pregunta analizando la palabra corrupción. Esencialmente la corrupción (en la medida en la cual yo estoy familiarizado con el fenómeno en América Latina) es el pago a personas que tienen un determinado poder para lograr un privilegio legal. En efecto, la corrupción es el derecho que está en venta.

Por ello, se puede comprar la decisión de un juez, se puede comprar la decisión de un policía (es clásico el dicho «no por favor jefecito no me pase la multa»), se puede comprar la decisión de un parlamentario o, finalmente, se puede comprar la decisión del Presidente de la República que tiene el poder de normar a favor de un dueño de canal de televisión y no a favor de otro.

Sin embargo, usted no puede corromperme a mí porque yo no tengo algo para ofrecer que le resulte interesante. En efecto, no tengo nada que ofrecer porque no tengo poder normativo. Lo que se que hace es comprar una decisión para crear una norma. Entonces, existe una acentuada relación entre corrupción y poder normativo en países en los cuales es difícil identificar la compra y venta de normas. Todo eso tiene que ver con la forma cómo se produce el derecho en nuestro país.

En primer lugar, la mayor parte de las normas no son promulgadas por el Poder Legislativo. Es bien sabido que la mayor parte de las normas las promulga el Poder Ejecutivo. En el Perú, nuestros cálculos nos dan como resultado que veintiocho mil normas al año provienen del Poder Ejecutivo y solamente trescientas normas del Poder Legislativo. En el Poder Legislativo la modalidad de legislar nos da claros indicios de cuándo se están fraguando normas y cuándo se están manipulando (por eso se presentan una serie de escándalos).

Es por eso que cuando tratan de redactar una nueva Constitución, ésta no logra ser aprobada porque la opinión pública y los políticos han tenido tiempo suficiente para comprender cuándo ésta atiende intereses con nombre propio. Si bien esto nos hace pensar que no nos encontramos totalmente protegidos contra la corrupción, sí nos otorga la ventaja de darnos cuenta de cuál el problema.

Sin embargo, en el caso del Poder Ejecutivo, veintiocho mil normas al año significan más de cien normas al día. Es mucho más difícil detectarlas en el acto y, peor aún, es mucho más difícil detectar el problema.

Por ello, es recomendable aplicar las políticas normativas de los países desarrollados del mundo. Todos los países desarrollados han elaborado mecanismos para que el proceso de generación normativa no sea víctima de la corrupción. No pretendo afirmar que tales mecanismos sean perfectos, pero sí sirven para detectar una buena parte de la corrupción o, por lo menos, permiten dicha detección en la medida que éstas puedan generar daños excesivos.

En los Estados Unidos cuentan con distintos mecanismos. Existe, por ejemplo, la pre-publicación de normas. En otras palabras, nadie tiene el derecho a sorprender a los ciudadanos con una norma. Antes de poder aprobar una norma y ejecutarla, la gente tiene que estar informada, y no solamente informada de la promulgación de la norma sino además de los trabajos que dan lugar a su creación y de su justificación.

Por otro lado, ninguna norma puede ser promulgada sin haberse efectuado un estudio de costo-beneficio. Este puede ser elaborado a nivel interno de la burocracia o también a través de pre-publicaciones. Entonces, uno no solamente conoce la norma antes que ésta entra en vigencia, sino que además puede acudir a los debates. En efecto, existen mecanismos de implementación de audiencias públicas para participar en la promulgación de la norma. Se cuenta con diputados o congresistas elegidos en base al distrito electoral múltiple, es decir, cada barrio tiene un representante que responde en la capital, a través de éste se puede intervenir, ello dificulta muchísimo la corrupción.

Interesantemente, todos los mecanismos que he mencionado han sido recomendados en el proceso de creación de normas peruanas. Nosotros recomendamos algunos en los años ochenta, otros con Alan García y otros con Fujimori.

Lamentablemente nunca se aplicaron. A los políticos (cualquiera sea su orientación) no les gusta hablar de eso porque los obliga a debatir y a discutir. Creo que la corrupción en nuestro país se debe fundamentalmente a eso. Entonces, lo que nosotros hemos hecho continuamente en el Perú y en el extranjero, es explicar cómo a la larga la creación de grandes mercados negros no es otra cosa que el resultado de gente que encuentra muchísimo más barato vivir al margen de la ley que dentro de ella. La ley, además de estar mal creada, ha sido elaborada por corruptos con fines específicos y acarrea más costos que beneficios.

Nadie va a formar parte de un sistema legal (salvo que sea un puritano perfecto) si es que trabajar dentro de la ley significa mayores costos que beneficios. La razón por la cual en los Estados Unidos y Europa la mayor parte de la gente trabaja dentro del sistema legal es porque resulta hartamente beneficioso. En efecto, obtienen créditos, reconocimientos de su identidad y, por lo tanto, la posibilidad de obtener inversión, cuentan con un seguro social, suscriben contratos firmes y tienen socios predecibles.

La ley permanece en sus sistemas económicos porque es mucho más interesante trabajar dentro de ella. En nuestro caso la han comprado demasiado que ésta se ha convertido en un enredo enorme que nadie entiende salvo si puede pagar un gran estudio de abogados.

4. Buena parte de la economía de mercado consiste en tener reglas de juego claras ¿en qué medida afecta estas reglas que cada diez años, por ejemplo, se discuta en el país una nueva Constitución?

El hecho que se quiera promulgar una nueva Constitución continuamente es un efecto reflejo. Un ejemplo resultaría adecuado para explicarme. En medicina se conocen ciertos tipos de dolores como «dolores reflejos». Así

pues, uno tiene una muela picada en el lado derecho de la mandíbula pero parece que el dolor proviene del lado izquierdo cuando en este lado toda la dentadura está perfecta.

Tengo la impresión que lo que sucede con la Constitución es un «dolor reflejo». En efecto, el problema no es que las instituciones sean malas (de hecho efectivamente lo son) sino sobre todo que el sistema legal, como tal, no funciona. Entonces, el reflejo está en creer que todo lo malo proviene de la Constitución, lo que hasta cierto punto podría ser cierto si es que en la Constitución se incluyeran los mecanismos mediante los cuales los políticos tuvieran el monopolio de la iniciativa legal o del debate.

Esto tiene mucho que ver con una pregunta anterior. Lo que saben los políticos es que efectivamente la ley no funciona, entonces, se dirigen a los mecanismos cruciales que tienen que ver con el hecho que exista «partidocracia», es decir, tienen un monopolio de partidos políticos sobre todas las iniciativas normativas y toda la discusión relativa a las normas. Y éstas al no funcionar hacen creer, por reflejo, que el problema se encuentra en la Constitución, cuando el problema se relaciona meridianamente a su monopolio

En todos los países desarrollados el ciudadano no es una persona pasiva. Por el contrario, todos los ciudadanos participan activamente en la elaboración de las normas. Tienen, por ejemplo, derecho a iniciativa popular (la cual Fujimori prometió en Bahamas en 1993). Los ciudadanos del Perú, en cambio, cada vez que piensan que algo no funciona tienen abierto el camino a sobornar autoridades cuando en realidad deberían tener abierto el camino a efectuar una propuesta, a que esta propuesta se someta a iniciativa popular para que quienes no estén de acuerdo propongan otras alternativas y que el pueblo pueda discutirlas.

Eso es lo que se hace en todos los países desarrollados: la gente tiene alternativas, por ejemplo, se debate si debe legalizarse o no la droga (eso a veces no funciona y otras toma tiempo). La gente sabe que hay alternativas. En los Estados Unidos existe un treinta y seis por ciento de personas que sí creen que hay que encontrar alguna forma de legalizar la droga para poder controlarla mejor. Lo que sucede es que todavía no logran que esa norma triunfe, pero está en debate.

Y eso no es resultado de que los congresistas lo quieran o no, sino de que existe gente como Milton Friedman y varias organizaciones que activamente proponen distintas alternativas como los derechos de la mujer, como los derechos raciales o como los derechos de los *gays*. Estas iniciativas raras veces parten de los políticos, por el contrario, siempre parten de movimientos cívicos. Pero ¿por qué se meten en esto los movimientos cívicos? porque tienen una manera efectiva de influenciar en la creación o, si se quiere, en la producción del derecho.

Entonces, si se pretende modificar tantas veces la Constitución es porque en el fondo se tiene en cuenta que la norma no funciona y en lugar de tratar de buscar la razón por la cual ésta no funciona, culpan al Gobierno que se encargó de la promulgación de la Constitución porque éste no fue el partido o el grupo de partidos que hoy día está en el poder. En consecuencia, la corrigen por reflejo, y por ello, no corrigen los problemas esenciales tales como el monopolio de los políticos sobre el sistema de producción del derecho.

5. Hay quienes afirman que el problema de la titularidad de los bienes debe verse en su verdadera dimensión pues la solución no es tan fácil como registrar propiedades. ¿No empieza acaso el problema de la pobreza en el intercambio desigual entre los países desarrollados del norte y los subdesarrollados del sur?

En primer lugar me gustaría hablar sobre el problema del proceso del registro. Registrar es parecido a decir que lo primero que hay que hacer en una casa es una puerta para poder entrar. Esa no es la casa, registrar es una forma de entrar a una casa. Entonces, cuando hablamos de registrar, hablamos de registrar dentro de un sistema de derecho de propiedad que funciona, y el Registro es una muy pequeña parte de toda la casa.

Lo que sucede es que como se emprenden grandes programas de Registro mucha gente tiene tendencia a pensar: «lo que se quiere es registrar según la ley» y, obviamente, registrar según la ley es meramente formal. Ello no es cierto. En efecto, nosotros planteamos y creamos un nuevo sistema que fue el Registro Predial. Con ello se pretendió cambiar toda la casa y, en el proceso, lo que hicimos fue dar muchísima publicidad a un sistema de Registro que sirve para abrir puertas, un sistema de Registro que era mucho más sencillo que el que existía anteriormente. Lamentablemente toda la publicidad se quedó en la puerta.

En el fondo habíamos diseñado una casa completamente enorme, una vez que uno diseña toda la casa entonces lo que ocurre es que la propiedad no solamente decide quién es dueño de qué sino cómo cada cosa puede ser intercambiada por otra y cómo se pueden combinar los dueños a través de contratos para transformar los productos.

En efecto, a la larga si usted ve todas las cosas que tenemos alrededor de nosotros en esta habitación, el conjunto es el resultado de combinar distintas propiedades. Alguien era dueño de la piedra, alguien era dueño del cemento, alguien era dueño de la madera, alguien era dueño del vidrio y la gente lo recombinó y de eso hicimos casas, hicimos mesas, hicimos botellas, hicimos muebles e hicimos una serie de cosas. Entonces la idea de la propiedad no sirve solamente para definir quién es dueño de qué sino que, para con esa definición, poder intercambiar las cosas y con eso producir mayor riqueza, incluyendo el capital.

Si uno hace eso nuestro país comenzará a prosperar, ya tenemos dos ejemplos en el Perú, muchos de ellos no se discuten pero están ahí a la vista. Uno, por ejemplo es el hecho que a través del Registro Predial (según estudios hechos por nosotros, por funcionarios del Banco Mundial, por investigadores que han venido independientemente de la Universidad de Princeton) se ha visto que el solo hecho de que hayan entrado a un nuevo régimen de propiedad, que todavía no es perfecto, a través del Registro Predial, el valor de los activos y los ingresos de la gente más pobre en el Perú ha subido en los últimos tres años en 9 400 millones de dólares, es decir, cinco veces el valor del gas de Camisea.

Uno a veces se pregunta ¿Qué ha pasado en el Perú? ¿Por qué estamos creciendo tanto? ¿Por qué la gente en el Cono Norte compra abrumadoramente en el Mega Centro y es propietaria de bienes que antes no podían adquirir? En gran parte es eso, hemos crecido, el problema es que no lo hemos hecho en grandes proporciones, entonces no es similar a cuando se construye un nuevo aeropuerto o a cuando se construye un nuevo cuartel.

Sin embargo, en los lugares en los que nosotros hemos titulado, el ingreso ha subido en promedio 117 dólares mensuales por encima de los lugares en los cuales no lo hemos hecho. El valor de las viviendas se ha incrementado en cuarenta y hasta cincuenta por ciento. Entonces, cuando esa gente hipoteca o cuando esa gente otorga sus viviendas en garantía se está apalancando muchísimo más. COFOPRI ha determinado que las viviendas que se hipotecan por la suma de dos mil dólares incrementan su valor entre dos mil a cinco mil dólares. Ello, porque la hipoteca en sí es una acción mediante la cual el banco manifiesta: «yo creo en esa propiedad» y, por lo tanto, el resto de las personas también comienza a creer.

Ese hecho no solamente da valor al título sino además da valor a la aceptación del título por un banco. Aunque parezca increíble, todas esas cosas están ocurriendo. El problema es que podrían (si tuviéramos un Presidente que comprendiera de qué se trata esto) estar ocurriendo a una velocidad masiva y más impactante. Lo importante es que están ocurriendo.

El segundo ejemplo es el de la otrora Compañía Peruana de Teléfonos. Recuerdo que esa compañía en 1990 tenía un valor en la Bolsa de Valores de Lima de 53 millones de dólares. Una vez que se tituló bien, es decir, que se le creó un régimen de propiedad adecuado (tomó tres años hacerlo) se vendió en 2 mil millones de dólares, es decir, 37 veces su valor original.

En pocas palabras, la propiedad incrementa el valor de las cosas porque inmediatamente la vaca se convierte en cuero, los pedacitos de minerales se convierten en plutonio, el blister se convierte en cobre refinado. La propiedad en estos casos queda lista para viajar y unirse con otras cosas. Eso se llama liquidez.

Esas cosas se convierten en bienes transables (*from a object to a commodity*). Y en el momento en que un bien puede moverse inmediatamente, su valor es muchísimo más útil porque precisamente está listo para utilizarse. Por ejemplo, un árbol produce sombra pero desde el momento en que lo convierten en un bien transable (primero siembran otros árboles, luego cortan el árbol y lo comienzan a convertir en trozos de madera) ese árbol ya no solamente producirá sombra sino además producirá mesas, muebles, un vagón de tren, techos y una serie de otras cosas. Ello, porque ya se ha convertido en un bien movible, en un bien muchísimo más líquido.

Es así que la propiedad es el instrumento mediante el cual las cosas entran al mercado y se vuelven fluidas y comienzan a permitir armar objetos de muchísimo mayor valor

El problema de la pobreza es el hecho que los peruanos no puedan hacer eso con sus árboles porque nadie sabe quién es propietario del árbol. Si usted va a Pucallpa le van a decir que la mayor parte de la madera es informal, nadie sabe quién es dueño de qué y eso causa no solamente problemas comerciales sino además causa problemas ambientales. Por ejemplo, el problema de los transportistas se origina en que más del noventa por ciento de los ómnibus y camiones interprovinciales son informales. Esa es la verdadera razón de la pobreza.

En lo que se refiere al intercambio con los países desarrollados, no lo creo. En primer lugar porque la experiencia del mundo dice todo lo contrario. Habíamos hablado de eso anteriormente. La razón para que la familia Fujimori viniera al Perú en los años treinta y cuarenta se debió a que ellos eran más pobres que los peruanos, por eso migraron. Hoy día los japoneses son diez veces más ricos. Eso demuestra que la existencia de países desarrollados no le impidió convertirse en un país desarrollado. Similar experiencia vivieron los taiwaneses. Ellos tenían la mitad del producto bruto interno per cápita que el Perú. También los coreanos quienes tenían la tercera parte. ¿Qué sucedió con ellos? Simplemente se volvieron más ricos.

Los colombianos son dos veces más ricos que nosotros y los chilenos, cuatro veces más ricos que nosotros. Hace un tiempo todos estuvimos a la par. En relación a su pregunta, cabe destacar que todos los países latinoamericanos hemos tenido a los Estados Unidos al norte y a Europa al noreste. No afirmo la inexistencia del imperialismo ni tampoco pretendo decir que los países desarrollados no abusan. Lo que pretendo hacer entender es que ese no es un impedimento para lograr la riqueza si es que uno quiere hacerlo porque la mayor parte de problemas son internos, no son externos.

Le acabo de indicar cómo nosotros, el Instituto Libertad y Democracia, con 17 millones de dólares iniciales más 27 millones de dólares del Banco Mundial, más otro tanto del gobierno peruano, digamos, en total unos setenta millones de dólares, hemos incrementado en 9,400 millones de dólares el valor de los activos de los pobres en el Perú. Cabe resaltar que lo pudimos hacer a pesar del imperialismo norteamericano y europeo. Es decir, el gran problema no es el exterior.

6. Una de las críticas que se le hacen a su propuesta es que aun cuando la población de recursos escasos consiguiese crédito en forma masiva hipotecando sus propiedades registrables, no sabrían aprovecharlas pues no están preparadas para generar recursos que les permitan pagar sus deudas. Se dice de esta óptica, que los pobres no pueden arriesgar el techo de sus hijos porque las garantías no debieran ser sobre la tierra ni el techo, sino por ejemplo sobre la producción.

Quienes hacen estas críticas no saben lo que están hablando. Si investigan en el sector informal comprobarán que la gente sí está hipotecando sus casas. Sí las están perdiendo cuando no las pagan. Sin embargo, la mayor parte del crédito es informal y la garantía, la mayor parte de las veces, es o un instrumento o un equipo. Por ejemplo la gente no va y le otorga un crédito para comprar un equipo, yo compro la máquina y se la presto, de tal manera que cuando usted ya no puede pagar yo le quito la máquina, y le quito el equipo que utiliza como fuente de supervivencia.

La cantidad de gente que pierde su casa por hipoteca y en forma involuntaria o quiebra es en promedio en los Estados Unidos de 0.3 por ciento. En el caso de Egipto, donde acabamos de hacer un estudio, de aquellos que hipotecan su casa informalmente (es decir, que la dan como garantía frente a una asamblea de pueblos jóvenes donde todo el mundo está de acuerdo) la pierden el 15%, terminan en la cárcel otro 15%, otro 10% tiene que venderla muy rápido y luego salir del vecindario, es decir, mudarse a otro lugar donde ya no lo puedan reconocer.

Los costos de no tener un sistema de propiedad claro son muchísimo más claros. La gente que piensa que los pobres no pueden hacer de sus casas un capital activo simplemente no sabe lo que están haciendo los pobres. Los pobres están hipotecando y están prestándose todos los días.

Lo que se hace cuando se crea un derecho de propiedad es dar una serie de instrumentos mediante los cuales por lo menos las tasaciones están bien hechas, y donde hay plazos y recursos que permiten que aquél que arriesgó su vivienda pueda ser favorecido con una hipoteca secundaria y hasta con una tercera hipoteca y lograr salvarse, o por lo menos que cuando la casa se venda, sea vendida en buenas condiciones, cosa que le conviene a todo el mundo. Ello, porque todo el marco de la propiedad es el marco que norma las relaciones comerciales y financieras entre la gente.

Cuando no existen estas leyes le quitan la casa y se la quitan rápido, y se liquida a un precio muchísimo menor, por lo tanto, los que afirman tal posición sencillamente no están informados, pero tengo que reconocer es un argumento fácil y simpático.

7. Usted ha dicho que no dudaba que en algún momento los países desarrollados hubieran adoptado alguna actitud imperialista, algún tipo de colonialismo con los países del sur. Hay quienes dicen que esta riqueza de los Estados Unidos, por ejemplo, proviene, antes que del régimen capitalista, es decir, antes que desde dentro, más bien del imperialismo, de la explotación de sus colonias. ¿Qué tanto de cierto y de falso hay en este argumento?

Más falso que cierto. Por varias razones. Para comenzar si uno hace un inventario del stock de bienes, de la riqueza que tienen las cuatrocientas millones de personas en América Latina (nuestras casas, nuestros aviones, nuestras fábricas, nuestras minas) nos resulta que toda nuestra economía es menos grande que solamente la economía de California.

¿Cuál sería el interés de los Estados Unidos en extraer beneficios de una economía tan pequeña y difícil? Recalco que eso no quiere decir que no haya habido abusos. Sencillamente pensar que los Estados Unidos no podrían vivir sin nosotros es un grandísimo error. Eso tampoco quiere decir que no hubo en su momento imperialismo.

No dudo que haya algunas cosas que nosotros tengamos que resulten útiles para ellos pero no creo que nos necesiten tanto. Los números no arrojan eso.

Hoy en día a todo el mundo le conviene el comercio internacional. Por eso insisten en ello y algunos inversionistas están interesados en hacer inversiones con nosotros. Sin embargo, la prueba de que realmente no hay un gran interés, entre otras cosas es que cuando una agencia americana baja el factor riesgo para el Perú todo el mundo reclama porque efectivamente los países del norte lo tienen como muy riesgoso.

Las críticas que refiere en su pregunta son una gran distorsión de las realidades y si estos argumentos vienen de la izquierda peruana, nos llegan a indicar hasta qué punto está desfasada. Sin embargo, en el mundo hay izquierdas modernas, bien iluminadas, que se dan cuenta dónde está la explotación. Yo creo, por ejemplo, que la gran explotación está en los derechos de propiedad, y existe, pero no es aquella que ellos piensan. Está en otros lugares, es decir, no en todos los sistemas. Una parte de la razón de la existencia de los sistemas legales es proteger, darnos igualdad de derechos frente a los otros, sí existen abusos pero se sustentan en literatura y conceptos que están realmente desfasados, ahí no está el mayor enemigo, el mayor enemigo somos nosotros mismos.

8. Finalmente ¿cuál es la relación entre capital como potencial de activos, tal como usted lo propone, y el capital humano como los conocimientos humanos creadores de valor? ¿Cuál es esta vinculación que hay entre estos dos?

Bueno, la verdad es que ambos son capital, porque la palabra capital en el fondo se refiere a ese potencial que existe en todos nosotros y en los objetos para poder generar mayor valor y que requiere una fórmula para que se convierta de una cosa que es solamente potencial, a la cual llamo capital muerto, a una cosa que ya se realiza a la cual llamo capital vivo.

Las dos cosas son sumamente importantes, casi, hasta cierto punto, es hablar de la diferencia entre mejorar el marco legal para una economía de mercado a través de la propiedad versus la educación. La verdad es que se necesitan las dos cosas: cuando uno tiene educación sin tener el capital local el sistema tampoco funciona.

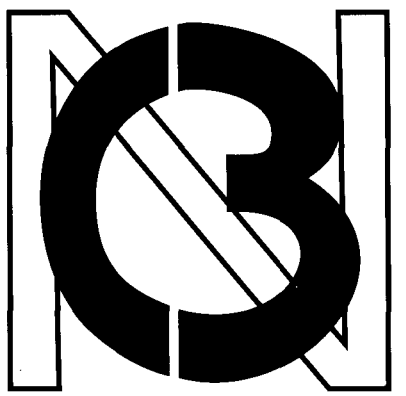
Por ejemplo, en el Perú hace mucho tiempo que producimos muy buenos médicos, según tengo entendido la mayor parte de médicos peruanos terminan en el extranjero. Ahí tiene capital humano, lamentablemente éste se ha ido. Si hubiese habido más capital local, hubiésemos creado mejores clínicas, hubiésemos creado mayor capacidad de compra, mejor seguro social, mejores seguros médicos, etc.

Esos son los médicos, pero hablando de peruanos que son capaces de crear riqueza, en los últimos veinte años habrán sido dos millones, ahí se fue el capital humano. Entonces, mientras más dinero se invierte en capital humano y mejor se lo prepara, más emigra al exterior. En otras palabras, es importante la educación pero paralelamente tiene usted que crear oportunidad de inversión y desarrollo en el país.

Es por ello que mucho de nuestro dinero invertido en educación ha dado lugar básicamente a un financiamiento de los países desarrollados. No basta solamente hablar de la educación, creo que es muy importante, pero no basta eso, se necesita desarrollar una economía de mercado legal, de lo contrario, vamos a seguir financiando profesionales a los países del primer mundo.

Un paseo por las grandes compañías de información tecnológica en los Estados Unidos nos permitirá percibir que éstas se encuentran repletas de hindúes y vietnamitas. Si toma un paseo por mercados financieros en Miami o Boston, o por hospitales, encontrará a peruanos, cubanos o mejicanos.

Finalmente, para resolver casi todas las preguntas que se me han formulado durante la entrevista, el interrogante principal que hay que tener en mente no es qué tenemos que hacer para ayudar a los pobres, esa no es la pregunta matriz que debería gobernar nuestro accionar a favor de los menos favorecidos en el mundo, sino la pregunta debería ser qué tenemos que hacer para no ayudar a los pobres y dejar que ellos solos se ayuden.



NOTARIA CESAR BAZAN

PASEO DE LA CASTELLANA N° 229 SURCO
TELEFS: 449-7608 - 449-7250 449-4558 - 271-0379

UN INVENTARIO DE IDEAS FUNDAMENTALES SOBRE LA REGULACIÓN DE SERVICIOS PÚBLICOS

Gaspar Ariño

Profesor de la Universidad Autónoma de Madrid. Miembro de la Fundación de Estudios de Regulación de España

Juan Miguel de la Cuétara

Profesor de la Universidad de la Laguna - España. Miembro de la Fundación de Estudios de Regulación de España.

Fritz Du Bois

Gerente General del Instituto Peruano de Economía.

María Teresa Quiñones

Presidente del Instituto de Derecho de los Servicios Públicos del Perú

La economía de mercado ha insertado en el ámbito jurídico una infinidad de aspectos legales no muy difundidos en nuestro medio. Precisamente uno de dichos aspectos se deriva de la privatización de los servicios públicos tales como telecomunicaciones, electricidad, infraestructura del transporte y saneamiento.

La piedra angular mediante la cual el Derecho interviene en dichos mercados es la regulación. El problema se centra en que debido a que actualmente el desarrollo de tales mercados se sustenta en monopolios naturales, el Estado es el encargado de simular la competencia para que el monopolista no tome el excedente que el consumidor ganaría en un mercado en competencia.

1. Teniendo en cuenta que en el Perú el modelo económico se ajusta a una economía social de mercado ¿cuál es el rol que juegan los organismos reguladores en un mercado liberalizado?

ARIÑO: Los entes reguladores tienen como misión fundamental la buena ordenación de los mercados y actividades liberalizadas, de modo que, por un lado, se mantenga en lo posible una competencia efectiva entre los operadores y, por otro, se regulen con equilibrio las actividades no competitivas (gestión de infraestructuras, servicio universal, operación del sistema en su conjunto). Su principal tarea es, pues, «re-crear» el mercado, promover y mantener en él una competencia posible y practicable.

DU BOIS: El principal papel que juegan los organismos reguladores es el de asegurar la creación de condiciones para que exista amplia e irrestricta competencia en todos los sectores de la economía, incluyendo claro está los servicios públicos. La principal función del regulador es eliminar restricciones y buscar corregir las distorsiones que puedan existir en mercados pequeños e imperfectos como el nuestro para asegurar el máximo de competencia posible. Cuando no existan limitaciones legales o estructurales para el acceso de nuevas empresas a un mercado se puede considerar que la competencia es plena. En esos momentos el regulador pierde la razón de existir y es el mercado a través de la competencia el que regula.

DE LA CUÉTARA: Los organismos reguladores actúan en todas las economías de mercado a un doble nivel: a) la defensa de la competencia en general, atendiendo a los abusos de posición de dominio, pactos colusorios, actos de competencia desleal, etc.; y, b) la supervisión de sectores económicos concretos en los cuales existan razones para ello; tales razones pueden ser la existencia de factores tendencialmente contrarios a la libre competencia, como los monopolios naturales, economías de red, cuellos de botella y similares, o la permanencia de circunstancias transitoriamente desfavorables a la competencia, que suelen darse en los sectores recientemente liberalizados y/o privatizados.

El hecho de que se trate de una «economía social de mercado» no añade ni quita nada a la función reguladora; lo que cambia es el papel redistribuidor del Estado, dentro del cual cambian también las funciones que se reconocen a las empresas públicas o las cargas de servicio público que cabe imponer, tanto más intensas cuantos más aspectos «sociales» se quiera atender. Pero la regulación puede asumir indistintamente posturas socializadoras o liberalizadoras siempre que se respete su funcionamiento técnico (ejemplo: regulación de precios); es más, puede afirmarse que la regulación es una técnica «neutral» a estos efectos, que funciona perfectamente en las distintas configuraciones posibles de la indicada «economía social de mercado».

QUIÑONES: Fundamentalmente, actuar como una entidad técnica y autónoma que a) garantice la promoción de la competencia en materia de servicios públicos, b) mediatice los efectos negativos que puedan generar los monopolios naturales y c) reduzca la asimetría que existe entre usuarios y operadores. ¿Cómo se logra esto? Garantizando el acceso de los competidores a las redes, asegurando al usuario el acceso a la información relevante, así como tarifas y estándares de calidad adecuados en el caso que no exista una competencia efectiva en relación con determinado servicio. Esto normalmente se da en el caso de instalaciones esenciales (redes, básicamente).

Es evidente que al titular no le interesa que terceras empresas se interconecten para competir con quien tiene una posición de dominio. En estos casos, corresponde al regulador fijar las condiciones en que debe producirse el acceso, así como arbitrar cualquier controversia. Además, de existir un monopolio natural o una competencia incipiente, corresponde al regulador fijar las tarifas y demás condiciones del servicio teniendo en cuenta que los intereses que debe cautelar son la promoción de la competencia, un retorno adecuado para el prestador del servicio y la protección de los usuarios frente a situaciones de abuso o incumplimiento.

2. Hay quienes sostienen que los organismos reguladores están limitados únicamente a la regulación económica de los servicios públicos, cuando debieran asumir también una función de regulación social, que implicaría no sólo resguardar los intereses de los clientes o consumidores, sino convertirse en garantes de la equidad social integrando a los sectores excluidos por estas categorías. ¿qué opina de ello?

ARIÑO: No conviene mezclar las cosas. En la organización de la Administración Pública, cada ente u órgano tiene asignada una misión u objetivo que constituye su competencia específica. No todos deben atender a todo.

En mi opinión, las comisiones o entes reguladores deben velar por el buen funcionamiento del sistema de servicios públicos (cada uno en el sector que tiene encomendado), de modo que se asegure la inversión suficiente, innovación y calidad de servicio, continuidad y regularidad en la prestación, universalidad en lo necesario y equilibrio económico-financiero de la explotación. Incorporar otras finalidades de protección u ordenación social me parece equivocado porque genera confusión.
No se puede desnaturalizar y falsear la regulación con objetivos sociales de carácter genérico. Pueden, sí, introducirse técnicas especiales, que no alteren los principios para distribuir la carga equitativamente (es lo que se hace justamente con el servicio universal a un precio asequible o con una estructura tarifaria diseñada por barrios o por destinos). Pero nada más.

DU BOIS: Yo considero que sí existe una función social de los reguladores de servicios públicos y está referida a la necesidad de eliminar todo obstáculo a la inversión privada a fin de asegurar que la ampliación en la cobertura de servicios públicos posibilite el acceso universal a ellos. La verdadera equidad social se logra cuando todos los peruanos puedan tener acceso a todos los servicios públicos.

DE LA CUÉTARA: Personalmente no creo en el regulador-integrador social. Ya resulta bastante difícil aplicar la técnica regulatoria, como para añadir a las misiones del regulador la responsabilidad de la equidad social. La equidad social debe buscarla el Gobierno, considerando todos los sectores económicos y todas las circunstancias sociales; el regulador sólo debe ocuparse de su sector y de las circunstancias económicas en que se desenvuelve. Ahora bien, si recibe la misión de implantar un determinado servicio universal o de mantener la continuidad y regularidad de tales o cuales prestaciones, debe cumplirla; pero esta misión tiene que llegarle de fuera, del Parlamento o el Gobierno, no ser una misión auto-impuesta.

QUIÑONES: Creo que ello, más que función del regulador, es deber del Estado. No olvidemos que el organismo regulador debe de gozar de autonomía tanto del poder político como del poder económico, porque ella constituye el presupuesto fundamental para una regulación que beneficie a la sociedad en su conjunto. Sin embargo, los grandes excluidos son los que no tienen acceso al servicio público. En relación con ellos el Estado debe cumplir su obligación de lograr un «servicio universal». En el Perú, el tema es tremendo. Actualmente, el nivel de penetración de servicios tan vitales como la electricidad, el saneamiento y las telecomunicaciones a nivel de provincias y, específicamente, en el sector rural, es uno de los más atrasados de

Latinoamérica. En nuestro país, los usuarios somos los privilegiados frente a una mayoría que aún no cuenta con agua, luz, teléfono e Internet. La ausencia de estos servicios conlleva no sólo el estancamiento económico y aislamiento de los pueblos sino, algo más grave aún, un incremento de la mortalidad y problemas de salud.

¿Cómo responder al desafío de que más personas accedan al servicio? La respuesta no es fijando tarifas por debajo del costo del servicio o que no remuneren adecuadamente al operador. Porque la consecuencia será -obviamente- que éste no tenga incentivo alguno ni recursos para realizar la inversión en la infraestructura que se requiere. Existen hoy en día soluciones más eficientes. Un ejemplo es el FITEL, fondo de inversión en telecomunicaciones rurales constituido con el 1% de los ingresos brutos facturados por las concesionarias de servicios portadores y finales. Este es administrado por OSIPTEL, organismo que establece las prioridades y el cronograma de inversión en infraestructura rural de telecomunicaciones, tomando en cuenta las poblaciones que por su ubicación puedan ser un motor de desarrollo en el área. El OSIPTEL convoca a licitaciones en las que se adjudica la buena pro a la empresa privada que solicite el menor subsidio para instalar y prestar el servicio. Este mecanismo ha resultado mucho más eficiente que la administración por el Estado de las antiguas CPT y ENTEL, época en la que intereses políticos llevaron a tarifas irrisorias y a la prohibición de la competencia, lo que supuso una inversión en infraestructura prácticamente nula. Lo mismo pasa hoy día con el agua potable y saneamiento, servicios que se mantienen en manos del Estado y que, a pesar de ser fundamentales para la vida, son los que menos crecimiento han tenido, sobre todo a nivel provincias. Paradójicamente, en los sectores eléctrico y de telecomunicaciones, la explotación del servicio por empresas privadas ha generado no sólo una significativa ampliación de la cobertura sino, incluso, que por primera vez en la historia los usuarios puedan escoger entre varios operadores.

3. Mediante la regulación por incentivos las empresas ejercen menos esfuerzos y los costos de monitoreo del Regulador se reducen debido a que éste fiscaliza resultados y no acciones. Sin embargo ¿podría la regulación por incentivos perjudicar el mercado o el mismo servicio?

ARIÑO: Si se diseñan bien, los incentivos no perjudicarán al servicio. Deben acompañarse en todo caso de un sistema de supervisión y control por el regulador, que garantice la calidad y universalidad del servicio. Los incentivos son un contrato entre el regulador y el operador, que debe durar un tiempo razonable para su implementación y que debe ser mantenido -debe cumplirse- salvo causas de fuerza mayor. En tales términos, los resultados dependerán de la eficiencia y productividad que -sin merma de la calidad- el operador haya sabido imprimir a sus actuaciones.

DU BOIS: No debería. En realidad la regulación a través de la fiscalización de resultados la convierte en más transparente y objetiva, siendo menos proclive a subjetividades o discrecionalidades. Asimismo, también reduce costos lo cual va en beneficio directo del consumidor que es quien a final de cuentas tiene que pagar toda la actual pesada carga de la regulación.

DE LA CUÉTARA: Como todas las técnicas, la regulación por incentivos no perjudica al mercado o a las actividades a las que va dirigida, si se aplica bien. El problema es que pueden aparecer efectos no queridos de incentivos positivos, e incluso pueden establecerse incentivos perversos. Un ejemplo sería el efecto disuasorio de la inversión de unos derechos de acceso a terceros reconocidos a unos precios que no permitan rentabilizarla. Otro ejemplo sería un «*Price Cap*» a tan corto plazo que no permita apropiarse de las ganancias de productividad obtenidas. Pero esto, repito, es cuestión del modo en que se apliquen los incentivos, no de defecto estructural alguno de esta técnica.

QUIÑONES: Creo que la respuesta a esta pregunta es más económica que legal. Entiendo que la regulación por incentivos sólo tiene sentido cuando no existe mercado. Su fin, justamente, es hacer que el operador dominante o monopólico «compita» con una empresa modelo eficiente que utiliza el regulador para fijar tarifas tope. En el Perú, ejemplos de este tipo de regulación los encontramos en las tarifas de transmisión y distribución eléctrica (en las que existe un monopolio natural) así como en el contrato con Telefónica, con la introducción del factor de productividad. En las primeras, OSINERG «diseña» una empresa eficiente (en cuanto a arquitectura de red, inversiones, calidad de servicio, gastos de mantenimiento, comerciales, etc.) y sobre esa base fija las tarifas. En el segundo caso, OSIPTEL determina, tomando

en cuenta estándares internacionales, en qué medida los avances tecnológicos y de gestión han incrementado la productividad de las empresas *telecom*, para reducir en ese porcentaje las tarifas (obviamente, descontándoles la inflación).
Evidentemente, si existe competencia, la función del regulador no es fijar tarifas que distorsionen el mercado, sino promoverlo, garantizando que no se generen barreras de acceso, ni prácticas o acuerdos que los restrinjan.

4. Asumiendo que un Estado participe en el mercado de forma activa y no subsidiaria ¿En qué medida dicha participación en la economía afectaría las funciones de los organismos reguladores?

ARIÑO: El Estado, salvo excepciones, no debe participar en el mercado como gestor de empresas; ni como comerciante, ni como productor. Es siempre mal empresario y con facilidad actúa deslealmente. Hay vicios inmanentes a la empresa pública, que ha sido imposible corregir. El papel de un Estado moderno es promover y defender los mercados, con una adecuada «regulación para la competencia». Si, por excepción, alguna vez el Estado actúa como operador habrá que establecer una radical separación entre el Estado-gestor y el Estado-regulador.

DU BOIS: El Estado no puede ser juez y parte y si compite en la provisión de un servicio evidentemente la regulación va a tender a parcializarse a favor de él. Por más mecanismos de defensa de la autonomía de los reguladores que se introduzcan el hecho es que éstos nunca dejan de ser funcionarios públicos y por lo tanto de una manera u otra, dependientes del Estado. Adicionalmente, si el Estado es competidor y regulador al mismo tiempo también se introduce la figura de la competencia desleal ya que hasta la legislación tributaria podría ser dirigida a favor de las empresas públicas.

DE LA CUÉTARA: Si el Estado opta por ser un agente en el mercado, el principio de separación «regulador - regulado» obliga a garantizar la máxima independencia posible del regulador con respecto a las autoridades políticas. Es muy difícil conseguirlo; por eso se predica actualmente la no intervención directa del Estado en los sectores regulados limitándose al papel de «Estado regulador» (lo que también es difícil de conseguir).

QUIÑONES: Sin perjuicio de la objeción de índole constitucional, en teoría, ello no debiera afectar sus funciones, siempre que los organismos reguladores cuenten con una estructura que garantice su independencia del Estado. Por ejemplo, si los miembros de su consejo directivo son elegidos en función de criterios técnicos y ejercen sus funciones por plazo determinado, no pudiendo ser removidos salvo por falta grave debidamente comprobada, la autonomía del organismo regulador permitiría fiscalizar por igual a las empresas estatales y a las privadas.

El problema se presenta no por el lado de los organismos reguladores, sino por la distorsión que la actividad empresarial del Estado puede generar para un mercado determinado. El Estado -o más bien el Gobierno que lo controla- tiene objetivos distintos a los de la empresa privada. No sólo de índole social, sino política. Los particulares lo que buscan es el fin de lucro. Estas diferencias muchas veces llevan a que el Estado ordene a sus empresas fijar precios y tarifas que no responden al mercado sino a otros intereses, entre los que se encuentra el clientelaje político. Un ejemplo, aun cuando no se trata de un servicio público, lo encontramos en los precios de los combustibles. Como el Estado compite en este rubro con la empresa privada, se ha demostrado que sus precios muchas veces son inferiores a los de mercado, lo que constituiría una especie de «*dumping*» estatal, una conducta anticompetitiva que distorsiona el mercado y que los puede llevar a la ruina. Obviamente, este tipo de comportamientos lo que hace es desincentivar la inversión privada y, por tanto, eliminar la competencia.

5. Desde su creación, algunos de los aspectos más cuestionados de los entes reguladores devienen de su conformación y modo de funcionamiento, fuertemente vinculados a los intereses de los gobiernos. Si bien fueron diseñados como entidades autónomas, a efectos de garantizar la autonomía respectiva, la injerencia del Poder Ejecutivo en el nombramiento de los directivos y en la asignación de los recursos presupuestales hacen temer, que más que una autonomía, se puede dar una independencia meramente formal. ¿Qué mecanismos serían adecuados para otorgar a los entes reguladores una autonomía real?

ARIÑO: La regulación y supervisión de los servicios públicos es una actividad *cuasi judicial*, que exige una independencia del regulador respecto del poder político y económico. Independiente del Gobierno de turno (por tanto, del proceso electoral),

independiente de los sectores regulados (de las empresas y los poderes económicos) e independiente del poder mediático (no tiene que buscar el halago o la alabanza de los periódicos). En una palabra, su condición es como la de un juez. Y para garantizar su independencia hay que diseñar un buen sistema de elección y designación, inamovilidad, retribución suficiente, incompatibilidades, carácter colegiado y presupuesto independiente del órgano regulador.

DU BOIS: La principal debilidad de los organismos reguladores en el Perú es justamente la pequeña dimensión de los mercados y cuando en un sector existen únicamente una o dos empresas es muy difícil lograr que el regulador no sea dominado por el regulado. Las experiencias más exitosas de regulación en el Perú son el Banco Central, la SBS, y en algunos aspectos INDECOPI. Todos ellos tienen como fortaleza que son responsables por grandes sectores de la economía y han logrado convocar técnicos de alto nivel; y por lo tanto, se han ganado el respeto de los regulados. Difícil pensar que reguladores de pequeños sectores puedan lograr el mismo resultado.

También corremos el riesgo de un exceso de reguladores los cuales ya son un sobrecosto adicional de nuestra economía. Creo que se justificaría tener únicamente un gran regulador de servicios públicos diseñado al igual que INDECOPI sobre la base de comisiones autónomas a las cuales se puede convocar a profesionales del más alto nivel al no ser cargos a tiempo completo. Estas comisiones podrían ser todas alimentadas y apoyadas por dos grandes gerencias, una de estudios económicos y otra legal. De esta manera estas dos gerencias que sí tendrían funcionarios a tiempo completo podrían atraer a técnicos de primera por lo atractivo y variado que sería el regular a todos los sectores de servicios públicos, con lo cual se lograría una capacidad de análisis igual o superior al de las empresas reguladas. Asimismo, se reducirían los excesivos costos de la regulación y disminuiría el riesgo que pequeños reguladores para justificar su existencia, extiendan su ámbito de acción entrometiéndose en temas secundarios encareciendo innecesariamente los costos de transacción en la economía, con un exceso de regulación.

DE LA CUÉTARA: Para garantizar la máxima independencia del regulador hay que jugar con el siguiente conjunto de instrumentos: a) una misión muy concreta, perfectamente definida; b) selección de personas con autoridad, en número pequeño (a partir de unos cinco o siete miembros, el regulador se convierte en una pequeña cámara política); c) garantía de inamovilidad; d)incompatibilidades; e) legitimación por sus resultados y control jurisdiccional; d) transparencia; e) aceptación por el sector; f) independencia económica; g) libre discusión de sus acciones y propuestas; h) acción rápida y ágil. Podrían añadirse más, pero las más importantes, a mi juicio, son la misión perfectamente establecida y la libre discusión de sus acciones y propuestas para determinar si son coherentes o no con la misión asumida.

QUIÑONES: Creo que en su pregunta se encuentra la respuesta. La designación de los miembros del consejo de directivo debe hacerse tomando en cuenta tres elementos: su solvencia personal, su idoneidad profesional y su independencia frente al Estado y las empresas supervisadas. En ese sentido creo que las modificaciones introducidas por el Decreto Supremo 032-200-PCM son un primer paso en esa dirección, ya que impiden que los funcionarios públicos, así como los asesores de las empresas puedan acceder a estos puestos hasta seis meses después de concluido su vínculo laboral. Se fija también un plazo de cinco años. Lo que faltaría es establecer los procedimientos de selección a los que se sujetará la designación de los miembros, de manera tal que responda a criterios técnicos y se refuerce su estabilidad en el cargo. Hoy en día pueden ser removidos por resolución suprema motivada. Esta facultad debiera restringirse, como sucede con los vocales del Consejo de Minería, a los supuestos de falta grave debidamente comprobada. Otros elementos a tomar en consideración: ¿qué personal idóneo puede estar interesado en participar en un organismo regulador si ello supone que deje de trabajar en su especialidad por seis meses desde que deja su cargo? Como en otros países, el Estado sólo podría exigir esto a una persona que necesita trabajar para vivir, si asume la obligación de continuar pagándole su remuneración durante dicho período. Asimismo, debe garantizarse la autonomía presupuestal de manera tal que se asegure tanto una adecuada financiación de la entidad, como la intangibilidad de su patrimonio.

6. ¿En qué medida la participación de los usuarios en las funciones del ente regulador permitiría evitar la captura

de éste por las empresas operadoras? ¿Cómo podrían los usuarios capturar al regulador?

ARIÑO: Los usuarios deben ser siempre oídos por el regulador, pero de una manera ordenada y profesional, articulada a través de asociaciones u organizaciones representativas, no de manera anárquica y demagógica. Las «audiencias públicas» deben estar orientadas a mejorar las decisiones, mediante una mejor información sobre el sector; no deben orientarse a ganar votos, salir en los periódicos y organizar escándalos. Deben, por tanto, ordenarse bien, con tiempos limitados de actuaciones, sin «gran público» ni cara a la galería, con profesionalidad y previa cualificación de quienes hayan de intervenir. Los usuarios pueden captar al regulador por miedo: miedo de éste a quedar mal ante la opinión pública.

DU BOIS: El problema de participación de los usuarios es identificar a quienes tienen representatividad, si se aplicara un modelo como el planteado en la respuesta anterior con comisiones autónomas y compuesto por personalidades con peso propio con la obligación de publicar todas las actas de sus reuniones, así como el resultado de todos los informes y análisis que realicen a fin de otorgar transparencia y predictibilidad a los mercados, sería fácilmente inidentificable si alguna de ellas está actuando con poca objetividad o con preferencias.

DE LA CUÉTARA: Los usuarios capturan muy fácilmente al regulador si éste se deja influenciar por los políticos. Al fin y al cabo, los usuarios de los grandes servicios de comunicaciones, transportes o energía son muchos y son todos votantes. El problema del usuario es que tiene una visión muy a corto plazo, y si su influencia es muy fuerte tiende a descapitalizar el sector.

La solidaridad del usuario de hoy con el usuario de mañana es muy difícil de conseguir, si no imposible, y no surge espontáneamente. Para evitar la captura del regulador por las empresas no hay por qué darle al usuario participación en sus funciones; tales aportaciones pueden perfectamente hacerse desde fuera; la solución estriba en: a) la competencia: las presiones de una empresa se compensan con las de sus competidores; y b) la información: un regulador informado es difícil de engañar (la captura tiene casi siempre un importante componente de engaño).

QUIÑONES: La participación de los usuarios resulta fundamental como instrumento de control. Sin embargo, esta participación no tiene por qué darse formando parte de algún órgano del regulador. Como he señalado, quienes integran los organismos reguladores deben ser seleccionados en función a su idoneidad profesional, en vista que desarrollan una función eminentemente técnica.

De igual modo, deben guardar independencia respecto de todos los interesados, de tal manera que se puedan adoptar decisiones de manera objetiva, imparcial y eficiente. En ese sentido, la participación de los usuarios debe darse a través de otros mecanismos como: brindándoles un mayor acceso a la información relevante; participando activamente en los procedimientos regulatorios (presentando observaciones sobre normas, tarifas u otras decisiones de similar importancia); permitiendo la representación de intereses difusos (asociaciones de usuarios) en los procedimientos; etc. Sin embargo, sea cual fuere la forma de participación, es necesario establecer mecanismos que aseguren que quienes actúan en representación de los usuarios realmente responden a tales intereses, y no son, en realidad, representantes del Estado o de las empresas que pretenden arrogarse una representación de la cual carecen.

7. ¿Cuál es el rol del Derecho de la Competencia en los mercados regulados?

ARIÑO: Es este tema, el de la relación entre derecho de la competencia y regulación económica, un tema complejo. Contestar mínimamente a esta cuestión exigiría mucho tiempo. Sobre él, acabo de publicar un libro que lleva por título «*La competencia en sectores regulados*». Fundación de Estudios de Regulación. Madrid, 2003, 412 páginas. A él me remito.

DU BOIS: El lograr la más absoluta libertad para competir, es en realidad la única regulación que es perfecta.

DE LA CUÉTARA: El Derecho de la Competencia en los mercados regulados aporta el soporte conceptual de muchas actuaciones, es un referente general para enjuiciar a los reguladores y está disponible para ir recibiendo los segmentos o partes del mercado sectorial en los que las causas de la regulación hayan desparecido. Además, es de

aplicación directa en aquellos supuestos en los que no existe elemento diferencial apreciable entre un sector y los demás. La regulación sectorial, dejada a su propia dinámica, tendería a crecer y autojustificarse; el Derecho de la Competencia ayuda a evitarlo conceptualmente (aunque no puede evitar que aparezcan intereses creados que vengan a sostener una regulación innecesaria).

QUIÑONES: La intervención del Estado en la economía tiene como finalidad dar solución a las disfunciones del mercado, limitar los abusos que pudieran ejercer quienes cuentan con una posición dominante y asegurar la eficiencia económica. Esta intervención puede darse tanto a través de la reglamentación o regulación de la actividad, como a través del Derecho de la Competencia, corrigiendo de manera *ex post* los problemas que se presenten en el mercado. La forma en la cual esta intervención se da depende de las características especiales de cada mercado y es algo que debe evaluarse detenidamente.

En el caso de los mercados regulados se requiere de cierta flexibilidad e interacción entre ambas modalidades de intervención. Esta interacción permite un mayor grado adaptación durante los períodos de transición, es decir, desde el momento en que se introduce la competencia en un mercado inicialmente regulado, hasta que ésta se consolida. Adicionalmente, en los hechos, el Derecho de Competencia ha cubierto algunos vacíos de la regulación. Por ejemplo, en el caso de las controversias presentadas como consecuencia de la negativa al acceso a infraestructura considerada esencial, las cuales han sido solucionadas aplicado la legislación de libre competencia en mercados claramente regulados.

Henry Hansmann.

The Ownership of Enterprise

Harvard University Press, 1996

Este libro es una reflexión sobre las razones que determinan que en un ordenamiento económico coexistan diferentes estructuras de organización empresarial.

El autor constata que conjuntamente con la empresa cuya titularidad[1] recae en los inversionistas que proveen los fondos necesarios para la actividad (lo que en nuestro ordenamiento llamaríamos una sociedad de capitales, que puede organizarse como sociedad anónima o sociedad comercial de responsabilidad limitada, por ejemplo) coexisten otras formas de organización empresarial, como las empresas en las que las personas que proveen personalmente los servicios ofrecidos por la empresa son sus titulares (por ejemplo una sociedad civil dedicada a la prestación de servicios de asesoría legal) o entidades que realizan actividad empresarial sin tener formalmente titulares (como las asociaciones civiles de nuestro ordenamiento), al no existir una persona con derecho a percibir las utilidades que éstas puedan generar.

La idea que subyace al análisis que el autor realiza de diferentes formas de organización empresarial es que éstas (conlleven o no la formación de una persona jurídica desde el punto de vista legal) constituyen "nexos de contratos", es decir centros de imputación en los que confluyen diferentes formas de relaciones de diverso tipo, que podríamos calificar como relaciones jurídicas: relaciones con proveedores, acreedores financieros, trabajadores, clientes, relaciones de propiedad con los titulares o socios, entre otras. En este contexto, las diferentes formas de organización empresarial obedecerán al balance que exista, en cada caso concreto, entre los costos de contratar en el mercado (*costs of contracting in the market*) y los costos de la titularidad (*costs of ownership*).

El libro se divide en cuatro partes. La primera expone en forma general los diferentes conceptos de la teoría de la organización empresarial del autor. Las tres partes subsiguientes aplican el marco teórico planteado en la primera parte a formas particulares de titularidad sobre empresas y a diferentes formas de organización empresarial presentes en diferentes sectores económicos de Estados Unidos de América: bancos, seguros, servicios públicos, cooperativas de productores agrarios, entre otros.

La conclusión general es que no existe una forma de organización empresarial que sea *per se* superior a otras. La eficiencia de las diferentes formas de organización empresarial tiene que ser medida en atención al caso concreto, lo que incluye no desatender las características específicas del sector económico en el que se desarrollan. A esta conclusión general siguen determinadas conclusiones particulares aplicables a formas de organización empresarial específicas.

El libro se encuentra adecuadamente estructurado. Plantea de forma clara los conceptos que empleará para abordar el problema de la existencia de diversas formas de organización empresarial, para luego aplicar dichos conceptos a un número elevado de casos concretos. Así, las conclusiones se encuentran adecuadamente ilustradas y fundamentadas. Si bien estos casos concretos pueden resultar ajenos a nuestra realidad, el marco teórico es sólido y permite al lector familiarizado con un ordenamiento jurídico y económico disímil al de los Estados Unidos de América aplicarlo a otros casos.

---

* Abogado. LLM, Yale University

[1] Por titularidad sobre la empresa se entiende la conjunción de dos grupos de derechos: los relativos al control de la empresa y aquéllos vinculados a la percepción de las utilidades que ésta genere.

Ngo Ba Thanh
La Sociedad Anónima Familiar

La aproximación más acertada a cualquier fenómeno jurídico es el análisis interdisciplinario, y es a través de esta actitud epistemológica que la jurista vietmanita Ngo Ba Thanh aborda la institución de la sociedad anónima en el libro bajo resención. Digo que la interdisciplinariedad es la más feliz de las perspectivas que un operador jurídico –ya sea un académico, un legislador, un juez o, incluso, un abogado de parte– puede adoptar, porque es la única que permite entender al Derecho en su conjunto, con una visión sistémica; esto es, integrado al mundo y como parte de él, y no de la manera aislada que lo torna (como apuntan con razón sus más severos críticos) no sólo solipsista sino, lo que es peor, y con perdón de la expresión, onanista. Y es que creer que las regulaciones jurídicas son fines en sí mismos es un error filosófico, como también lo es, sin duda –en la orilla contraria– creer que el Derecho se debe sólo a la constatación de la realidad externa. El Derecho se nutre de ~~los~~ ideales que lo inspiran en la búsqueda de un «deber ser» –su dimensión axiológica– tanto como de la constatación de los fenómenos que ocurren en la realidad –su dimensión sociológica.

La doctora Thanh, pues, emprende con acertada vocación interdisciplinaria su estudio de la sociedad anónima familiar, que es en realidad, acaso por complementariedad o por dialéctica, un estudio de la sociedad anónima toda, en sus dos principales versiones –únicas, diría la autora–: la corporación o sociedad abierta o pública, y la sociedad cerrada o familiar; que es como, más allá de las diversas regulaciones posibles, según la doctora Thanh, se organizan las empresas o unidades de negocio en todo el mundo. E interdisciplinariamente analiza sus antecedentes históricos, sus fundamentos comerciales, políticos, jurídicos, su estructura, sus fines, su razón de ser, los intereses en juego involucrados en su nacimiento, funcionamiento y disolución, y una larga lista de otros elementos que son presentados en un delicadamente preciso orden causal.

Así, pues, la realidad económica y la regulación jurídica de esa genial institución que llamamos sociedad anónima –en sus dos principales formas– son escrutadas con rigurosa erudición, pero sobre todo, con brillante lógica y funcionalidad en esta recomendable obra. Tal vez sea ese acertado entendimiento, que casi podríamos llamar metodológico, lo que hace que «La Sociedad Anónima Familiar» se haya convertido en poco menos que un clásico del Derecho Societario moderno, de obligada lectura en facultades de Derecho de latitudes –y tradiciones jurídicas– tan disímiles como los Estados Unidos, España, Francia, entre otros importantes países. No poco tiene que ver con lo anterior el hecho de que la doctora Thanh añade a la interdisciplinariedad antes comentada, un rico y diverso acervo jurídico, multicultural en el mejor sentido del término: aquél que obedece a una tradición moderna, ecuménica, (en oposición a una «postmoderna», de tendencia particularista, diferenciadora).

En efecto, la autora realizó estudios (a nivel de post grado) en Londres, New York, Barcelona y París antes de escribir este importante libro, cuyas páginas demuestran un vastísimo conocimiento de las instituciones jurídicas que analizó a lo largo de esa impresionante trayectoria académica, y un oportuno análisis de derecho comparado ahí donde ello es necesario. Lo anterior, sumado al origen y experiencia laboral vietnamitas de la doctora Thanh convierten a su obra en una muestra de la mejor expresión de la globalización: la de una universalidad incluyente, fecunda, creativa (a despecho de lo que los detractores de este fenómeno maliciosa o ingenuamente le achacan).

Y es que nada es parroquial ni periférico en este profundísimo estudio, a diferencia de lo que su nombre podría sugerir a quienes hacen de la superficialidad y el esnobismo una actitud ante la vida: la sociedad anónima familiar ciertamente no acapara toda la atención de la autora a lo largo del libro, pues –como ha quedado dicho líneas arriba– se trata en realidad de un estudio completo de la sociedad anónima toda, y la doctora Thanh, ya sea para resaltar las diferencias entre una y otra, o para ofrecer al lector una visión completa de la materia, aborda también –y con el mismo o

*Abogado. LLM, Yale University.

mayor acierto aun– la existencia, fundamentos y problemática de la otra sociedad, la sociedad abierta, pública o «corporativa», completando así su estudio riguroso de la metacategoría que agrupa a ambas; esto es, la sociedad anónima misma, o a secas.

Pero incluso si esto último no fuera cierto, y el libro no fuera un material de invalorable consulta para entender a las sociedades abiertas, esta obra no podría ser desmerecida, o menospreciada como poco interesante, o de alcance limitado, provinciano o poco cosmopolita por tratar acerca de la sociedad anónima familiar, pues –como con razón apunta la autora– la importancia de ésta en tanto fenómeno económico supera cualquier escepticismo. ¿No es acaso cierto que las economías más desarrolladas se sustentan en una pluralidad de pequeños negocios, respecto de la cual la existencia de inmensos conglomerados financieros es tan sólo un subproducto? ¿Son acaso pensables tales conglomerados en ausencia de esa vastísima pluralidad de comercios y manufacturas de origen, alcance y naturaleza, más bien, «familiar»? No cabe duda, pues, que el origen de todo emprendimiento –de toda empresa–, sustento fundamental del capitalismo mismo, es el negocio familiar. No existe economía de gigantes proporciones que no se base en la pluralidad de pequeñas, modestas empresas, que a su vez son fruto de una correcta definición y de una democrática difusión de los derechos de propiedad. El ejemplo de Cataluña, donde, como dice la autora, abundan las pequeñas empresas –y que, como nos dice la más reciente constatación económica, constituye junto con el país Vasco, la zona más próspera de la península ibérica– es elocuente y demuestra con certeza la importancia social de la sociedad anónima familiar y, por extensión, la prioridad jurídica de darle una adecuada regulación. Económicamente, la institución es fundamental para el desarrollo. El derecho debe prestarle especial atención.

Bien harían, pues, nuestros aspirantes a *yuppies*, así como quienes tengan sincero interés académico en la sociedad anónima, en no contentarse con los manuales locales y consultar este libro. Les dará un más profundo entendimiento de los fundamentos económicos y jurídicos de la institución, y les servirá de ejemplo sobre lo que una obra jurídica trascendente –a su tiempo, y al país y el sistema legal en cuyo contexto se publica– debe llegar a ser.

La Legítima Defensa en la Carta de Naciones Unidas: Artículo 51

Autor de la tesis: Ernesto Guevara

El tema materia de la tesis de Ernesto Guevara Lam, es la Legítima Defensa, figura que no sólo suscita numerosas controversias sino que también ha inspirado en la doctrina de los publicistas diversos planteamientos, la mayoría de ellos destinados a una mejor regulación de esta institución. En este sentido, el trabajo de Ernesto Guevara tiene un primer gran mérito: abordar una materia por demás delicada y compleja.

De otro lado, el trabajo se encuentra metodológicamente bien estructurado. Así, luego de una introducción donde el autor deja claramente establecidas sus hipótesis centrales, procede a la verificación de las mismas, a través del desarrollo de tres capítulos sólidamente sustentados.

El primero de ellos, está referido a la definición y evolución del concepto de legítima defensa, hasta llegar al artículo 51 de la Carta de Naciones Unidas. El segundo capítulo aborda el tema de la legítima defensa como derecho consuetudinario, su relación con otros derechos de los Estados, así como la determinación del titular de este derecho. Finalmente, el tercer capítulo, se centra en el estudio del artículo 51 de la Carta de las Naciones Unidas analizando en forma acuciosa los presupuestos (ataque armado y ausencia de acción efectiva del Consejo de Seguridad de la ONU) así como las condiciones para el ejercicio de este derecho (necesidad de respuesta defensiva, proporcionalidad, inmediatez, provisionalidad y subsidiaridad). En este último capítulo también se analizan los dos tipos de legítima defensa (individual y colectiva) existentes en el Derecho Internacional, así como el polémico planteamiento de la legítima defensa preventiva o anticipada.

En el desarrollo de estos tres capítulos se observa un adecuado manejo de las fuentes, que no sólo son abundantes y actuales, sino que además incluyen bibliografía en idiomas distintos al español, lo que es poco común en tesis de pregrado.

De igual forma cabe destacar que esta rigurosa investigación no se limita a dejar registro de la situación actual de la institución de la legítima defensa en el Derecho Internacional, sino que además aporta una reflexión personal, que se traduce en planteamientos académicamente sugerentes.

En síntesis, la tesis de Ernesto Guevara es un trabajo académico serio, acucioso e inteligente, que no dudamos servirá para despejar algunas incertidumbres que incluso, los estudiosos de esta apasionante disciplina, mantienen en torno a la legítima defensa.

Todo lo expuesto explica porque los miembros del jurado, decidimos por unanimidad calificar este trabajo —y si cabe, la excelente trayectoria estudiantil de Ernesto Guevara— como Sobresaliente.

Fabián Novak

CODIGO DE CONDUCTA DE LA SOCIEDAD NACIONAL DE MINERIA PETROLEO Y ENERGIA

El Código de Conducta de las empresas a la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía fue aprobado por unanimidad en la Asamblea General de Asociados desarrollada en 12 de setiembre del año 2002, con el fin de promover valores y un comportamiento de respeto.

Aprobado el Código se diseñó un Programa de Lanzamiento, el mismo que incluye una primera etapa de inducción, difusión y generación de compromiso por parte de los directivos de las empresas asociadas, así como por sus trabajadores. En este sentido se desarrolló el 11 de noviembre el II Encuentro de Profesionales de Imagen del Sector Minero Energético, evento en el que se capacitó y sensibilizó sobre el tema a aquellos profesionales que posteriormente tendrían como responsabilidad el difundir en sus empresas el enunciado del Código.

Este evento también incluyó el desarrollo de talleres de trabajo, cuyos resultados permitieron contar con pautas para la difusión del Código en temas como: el tratamiento de los públicos externos, herramientas para la difusión del código, posibles barreras en la difusión del Código y las ventajas para el trabajador en regir su conducta bajo un código.

La etapa de inducción y difusión al interior de las empresas terminará la primera semana de enero con la firma de las actas de Compromiso que se repartieron a todas las empresas asociadas a la SNMPE de los sectores productivos, las mismas que serán firmadas por trabajadores y directivos.

Las Actas de Compromiso debidamente firmadas fueron entregadas por los directivos de las empresas asociadas personalmente al Presidente de la SNMPE en las Ceremonias de Adhesión que se llevaron a cabo en 8 diferentes ciudades con la participación de las empresas asociadas de cada región, considerando el siguiente cronograma:

SEDE	FECHA
Huaraz	Miércoles 8 de enero por la mañana
Trujillo	Miércoles 8 de enero por la noche
Cajamarca	Jueves 9 de enero
Arequipa	Martes14 de enero
La Oroya	Jueves 16 de enero
Talara	Viernes 17 de enero
Tacna	Martes 21 de enero por la mañana
Cusco	Martes 21 de enero por la noche
Lima	Lima Jueves 23 de enero.

Estos Actos de Adhesión contaron con la participación de las autoridades municipales y regionales de cada región, así como la prensa local, lográndose el doble objetivo de ratificar nuestra característica de gremio descentralizado y mostrar a las comunidades locales que las empresas asociadas a la SNMPE han optado por una gestión moderna y responsable.

El día 28 de enero se realizó la Ceremonia de Presentación del Código de Conducta de la SNMPE, a la comunidad; se contó con la presencia del Presidente de la República, Ministros, congresistas, autoridades locales y regionales, asociados, prensa y demás invitados.

En total 59 empresas asociadas entregaron al Presidente de la Sociedad Actas de Compromiso firmadas por más de 20, 000 trabajadores, empleados y directivos, cifra que se incrementó a 28, 000 posteriormente y se espera siga creciendo a medida que las más empresas asociadas hagan entrega de sus Actas.

CÓDIGO DE CONDUCTA
Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía

Las empresas asociadas, conscientes de que los minerales, los hidrocarburos y la energía son esenciales para el desarrollo y bienestar de la humanidad, declaramos que su aprovechamiento debe realizarse observando las siguientes normas de conducta:

1. La exploración, la extracción, la explotación, la producción, la transformación, el transporte, la distribución y/o la utilización de los recursos naturales vinculados con nuestras actividades, se hace cumpliendo y haciendo cumplir la legislación vigente en el país.

2. La responsabilidad y eficiencia son norma esencial y constante en los procesos de explotación y utilización de los recursos naturales.

3. La generación de valor para los accionistas, trabajadores, clientes y la sociedad en general, se enmarca dentro de la economía social de mercado.

4. La armonización de los legítimos intereses empresariales y productivos busca contribuir a un vida digna y al desarrollo sostenible en la sociedad.

5. La búsqueda de los objetivos empresariales se hace actuando y compitiendo con transparencia y equidad.

6. La salud y la seguridad ocupacional constituye un fin esencial en la gestión de todas nuestras operaciones.

7. Es objetivo cierto de nuestra actividad empresarial promover y aplicar prácticas de protección ambiental y de uso eficiente de los recursos naturales, alentando el empleo de tecnologías eficaces que contribuyan a proteger y conservar flora, fauna y ecosistemas, así como prevenir cualesquiera situaciones negativas.

8. Se busca respetar las diversidades étnicas (culturas, costumbres, principios y valores de las sociedades con las que actuamos) fomentando el diálogo y la participación de los distintos grupos sociales en proyectos de desarrollo local.

Lima, 12 de setiembre de 2002

SEMINARIO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Los recientes proyectos latinoamericanos sobre Buen Gobierno Corporativo han generado que las empresas busquen implementar tales políticas en sus órganos de control. En el agregado, la implementación de tales políticas permitirá a las empresas atraer inversionistas otorgando seguridad en el manejo del capital desembolsado. Al ser tales políticas novedosas y sobre todo útiles en nuestro sistema jurídico, THĒMIS SEMINARIOS organizó el evento Gobierno Corporativo: Revolucionando el Mercado de Valores. Dicho seminario se llevó a cabo en el Hotel Los Delfines los días 2 y 3 de abril y contó con la participación de especialistas en la materia tales como Juan Luis Hernández Gazzo, José Antonio Payet, Alfredo Bullard, Julio Salas, entre otros.

EL PRIMER AÑO DE ENFOQUE

Enfoque es el Informativo Jurídico mensual editado por THĒMIS. El espíritu dinámico y ágil de Enfoque ha permitido a los suscriptores de nuestra Revista contar con un valioso valor agregado en la medida que Enfoque hace llegar a sus lectores los comentarios de los mejores especialistas sobre las últimas normas legales promulgadas en nuestro país. Nuestro Informativo ha cumplido su primer año en el mes de mayo. A lo largo de su recorrido por el mercado jurídico, ha hecho llegar a nuestros suscriptores entrevistas y comentarios de Hernando de Soto y Harold Ko, profesor de la Universidad de Yale.

REGIMEN ECONÓMICO EN LA REFORMA CONSTITUCIONAL

La Reforma del Régimen Económico en la Constitución ha generado diversos estudios y debates que han escapado del alcance de los clásicos estudios constitucionales. Por ello, enfocando la Reforma desde una perspectiva esencialmente económica, THĒMIS SEMINARIOS se encargó de la organización del Seminario Régimen Económico: El Estado y la Empresa a puertas de la Reforma Constitucional. Dicho Seminario se llevó a cabo en el Hotel Los Delfines los días 25 y 26 de junio. Se trataron temas tales como el rol del Estado en el mercado, la libre competencia, el acceso al mercado y la perspectiva empresarial de la Reforma. Para tales efectos, se contó con la participación de destacados académicos, empresarios y políticos relacionados con los temas de la Reforma, entre ellos, Henry Pease, José Juan Haro, Beatriz Boza, Fritz DuBois y Álvaro Quijandría.

BIENVENIDA AL CACHIMBO

THĒMIS, como asociación de estudiantes, toma todos los ciclos la iniciativa de organizar reuniones culturales de bienvenida a los nuevos estudiantes de la facultad, con la finalidad de acercarlos a la revista y a la misma facultad. Este ciclo, nuestra bienvenida al cachimbo fue animada por un ameno grupo de *Stand Up Comedy*. Esta nueva modalidad de entretenimiento tuvo una tremenda acogida en el público asistente conformado tanto por alumnos de la facultad como por alumnos de otras facultades.

CONCURSO DE METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN JURÍDICA

Con el fin de promover la investigación en la facultad, THĒMIS organiza el tercer concurso de metodología de la investigación jurídica, en los que participan los mejores trabajos del curso de metodología de la investigación. El artículo ganador se publicará en nuestra próxima edición.

AGRADECIMIENTOS

THĒMIS agradece a todas las personas que de una u otra manera colaboraron con nosotros, y sin cuyo apoyo no hubiera sido posible la publicación del presente número, en particular a:

Hernando de Soto, Juan Luis Hernández, Karim Kahatt, Alfredo Bullard, Gerardo Solís, Gonzalo Zegarra, Alberto Delgado, Julio Salas, Fernando Berckemeyer, Domingo Rivarola, Fabián Novak, Alfonso Montoya, Fernando de Szyslo, Camila de Belaunde de Cárdenas, Manuel Nieto Garriga, Roberto Ángeles, Alvaro Ayllón, Vanessa Balaguer, Miriam Gago, José Luis Martínez López Muñíz, Antonio Abruña y Víctor Baca Oneto.

THĒMIS agradece el apoyo de las siguientes instituciones:

Centro de Conciliación PUCP; Hernández y Rosselló Abogados; Bullard, Falla, Ezcurra y Rivarola Abogados; Estudio Javier de Belaunde Abogados; Miranda y Amado Abogados; Estudio Olaechea; De la Puente Abogados; Notaría Bazán; Sociedad Nacional de Minería; Estudio Rubio, Leguía, Normand y Asociados; Banco Continental; Clikorería.com; Cámara de Comercio de Lima; Estudio Palacios; Bayer; Estudio Jorge Avendaño V.; Comerciantes Importadores S.A. (CISA); Alayza Consultores Legales; Estudio Bramont-Arias Torres; Estudio Luis Echecopar García Abogados; Estudio Oré Guardia SCRL; Estudio Roger Yon Ruesta & Abogados; Estudio Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez-Taiman & Luna Victoria Abogados; Pecsa; Estudio Rodrigo, Elías y Medrano Abogados; Vainsa; Aurelio García Sayán Abogados; Duany y Kresalja Abogados; ESAN; Indesmar; Esconsa.

La Comisión de Contenido de la presente edición de **THĒMIS**-Revista de Derecho, estuvo conformada por Javier de Belaunde, Alejandro Manayalle, Mirella Miranda, Elva Morán, Mariela Pérez Costa y Vanessa Chávarry.

THĒMIS, desea agradecer especialmente a los miembros que se retiran con esta edición deseándoles muchos éxitos y el cumplimiento de todas sus metas.
Guillermo Bracamonte, Marcel Cordero, Nydia Guevara, Pamela Ferro, Mirella Miranda, Elva Morán, Enrique Pasquel, Renato Piazzon, Rafael Salazar, Luciana Tataje, Claudia Velarde, Verónica Vergaray.

1996