
La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas^(*)^(**)

Rafael Lengua Peña

Alumno de noveno ciclo de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

“in a free society (...) there is one and only one social responsibility of business –to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud”.
Milton Friedman

1. Introducción.

La delimitación conceptual del interés social en el marco de las sociedades cotizadas constituye, sin lugar a dudas, uno de los temas más importantes y controvertidos de la problemática societaria internacional, habiendo recibido incluso el calificativo

de “problema fundamental de la doctrina de la sociedad por acciones”⁽¹⁾. Su estudio se ha profundizado en los últimos años debido al surgimiento de la corriente del *Corporate Governance* en el mundo⁽²⁾ que ha puesto de relieve la necesidad de minimizar la conducta oportunista⁽³⁾ de los administradores y accionistas de control

(*) El presente artículo obtuvo el primer lugar en el *III Concurso de Artículos Jurídicos* organizado por *Ius et Veritas*.

(**) Agradezco los valiosos comentarios de Enrique Gherzi y Thomas Thorndike al borrador final del presente trabajo. Sin embargo, dejo constancia que cualquier error u omisión es entera responsabilidad del autor.

(1) Cfr. MENGONI, L. *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*. En: *Riv. Soc.* 1959. pp. 434-464, principalmente p. 441, citado en SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. *Conflictos de Interés entre Socios en Sociedades de Capital*. Navarra: Arazandi, 2000. p. 57.

(2) El origen de los estudios sobre el *Corporate Governance* se encuentra en Inglaterra a raíz de los casos BCCI y Maxwell que despertaron la preocupación de la comunidad inglesa por la calidad y grado de la información y responsabilidad financiera, dando origen a la conformación del Comité Cadbury que se encargó de elaborar el primer informe sobre los aspectos financieros del gobierno corporativo. Ver: *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Londres: Gee, 1992. El gobierno corporativo básicamente estudia el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas o como dirían Andrei Shleifer y Robert Vishny –desde el punto de vista de los inversionistas– “(e)l gobierno corporativo trata las formas mediante las cuales los proveedores de financiamiento de las sociedades se aseguran a sí mismos el retorno de su inversión”. Ver SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. *A Survey of Corporate Governance*. En: *The Journal of Finance*. Número 52. Junio 1997. p. 737.

(3) La conducta oportunista de quienes asumen la gestión genera lo que se conoce como el “problema de agencia”, pues pese a que se persigue principalmente el beneficio del principal (accionistas), no necesariamente se producen los resultados perseguidos por este, toda vez que sus intereses no se encuentran alineados con el interés del agente (administradores o accionistas de control). Esta divergencia entre el interés del principal y el interés del agente –plasmados en el comportamiento usualmente oportunista desarrollado por el agente al momento de ejecutar el encargo– se origina principalmente por: (i) la conducta maximizadora de las partes (principales y agentes); (ii) la evidente asimetría informativa que favorece al agente; y, (iii) el hecho de que los agentes no asumen la totalidad de los costos y beneficios de sus acciones. La existencia de este problema de agencia, así como el costo que se deriva del esfuerzo para minimizarlo genera costos de agencia, los cuales resultan de la suma de: (i) los costos de monitoreo efectuados por el principal con la finalidad de limitar las divergencias a su interés y crear los incentivos apropiados para alinear la conducta del agente; (ii) los costos de garantía (*bonding costs*)

dentro de las sociedades cotizadas y ha demostrado la importancia de un buen gobierno corporativo para generar confianza entre los inversionistas, favorecer al desarrollo del sistema financiero y colaborar al crecimiento económico de estas sociedades. Para este movimiento, la cláusula normativa general del interés social resulta sumamente importante, pues constituye la directriz que deberán seguir los administradores en el ejercicio de sus funciones, indicándoles que el cumplimiento de sus deberes fiduciarios siempre deberá estar encaminado a satisfacer el interés de los accionistas⁽⁴⁾. Así, la cláusula normativa general del interés social se convierte en uno de los fundamentos esenciales de todo sistema legal de protección del accionista inversor⁽⁵⁾.

En las sociedades cotizadas los accionistas inversores, además de padecer la conducta oportunista de quienes controlan la gestión societaria, se encuentran afectados por el problema

de la acción colectiva. Este problema causa lo que se conoce como la “apatía racional del accionariado” que significa que los accionistas inversores no incurrirán en costos de coordinación con los otros accionistas o en costos de monitoreo sobre los administradores o accionistas de control, en la medida que tendrían que asumir los costos totales de tales acciones, pero solamente recibirían una pequeña parte de los beneficios. Además, genera que los accionistas actúen como *free riders* -aquellos que se apropian de los beneficios ajenos sin asumir los costos-, toda vez que les resultará más beneficioso esperar y no tomar acción, pues finalmente el beneficio derivado de la actividad de algún accionista interesado será distribuido entre todos.

Debe tomarse en cuenta que el problema de la acción colectiva y la conducta oportunista de quienes controlan la gestión societaria afecta tanto a los accionistas de sociedades cotizadas de propiedad

efectuados por el agente y que representan los recursos utilizados por este para garantizar que no realizará ciertas actividades que pudieran dañar al principal o para asegurarle que será compensado si no toma esas acciones; y; (iii) la pérdida residual (*residual loss*), que es el costo al que equivale la reducción del bienestar experimentada por el principal como resultado de la divergencia de intereses entre las decisiones del agente y aquellas decisiones que maximizarían el bienestar del principal. Ver JENSEN, Michael y William MECKLING. *Theory of the firm: Managerial Behaviour. Agency Costs and Ownership Structure*. En: JENSEN, Michael (compilador). *A Theory the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2000. pp. 84-87; y, MARTINEZ, Juan José. *Apuntes sobre el Rol del Derecho frente al Problema de Agencia en las Organizaciones*. En: *Themis. Revista de Derecho*. Número 46. 2003. pp. 281-283.

- (4) Bien ha señalado Juan Sánchez-Calero que “(l)ejos de tratarse de una ocasional modificación de la estructura y funcionamiento de la gestión, el movimiento del *corporate governance* implica una profunda revisión de los presupuestos a partir de los que (sic) ordenar la sociedad anónima y, en consecuencia, un auténtico replanteamiento de sus conceptos básicos. El del interés social es uno de ellos, que se ve afectado por la revisión de los fundamentos de la sociedad anónima que provoca la crisis de mayor o menor dimensión producidas en los mercados desarrollados”. Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. *El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. Número 246. 2002. p. 1655. Cabe señalar que pese a que la mayoría de códigos de buen gobierno corporativo identifican el interés social con la maximización del interés de los accionistas, su delimitación ha sido bastante ambigua y hasta contradictoria. Cfr. ALONSO LEDESMA, Carmen. *El buen gobierno de las sociedades en Europa*. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Número 88. 2002. p. 136. A manera de ejemplo, podemos observar como los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas -siguiendo los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para el gobierno de la sociedades- no definen claramente cuál es el interés social, limitándose a señalar que “(e)l marco del gobierno de las sociedades debe reconocer los derechos de los grupos de interés estipulados por ley y alentar una cooperación activa entre las sociedades y estas entidades en la creación de riqueza, empleo y empresas financieramente sólidas”. Ver *Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas*. Elaborados en julio de 2001 por un comité presidido por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) e integrado por Ministerio de Economía y Finanzas; la Superintendencia de Banca y Seguros; la Bolsa de Valores de Lima; la Asociación de Bancos; la Confederación Nacional de Instituciones las Empresariales Privadas; la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales; y el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financiero.
- (5) A lo largo del presente trabajo utilizaremos indistintamente los términos “accionista inversor” o “accionista minoritario”. Esta categoría de accionistas se caracteriza por que su inversión en las sociedades es pasiva, es decir, su única finalidad es obtener una rentabilidad adecuada -a través de dividendos o ganancias de capital- confiando en la buena gestión de los administradores, sin tener expectativas de control societario. Para un enfoque integral sobre los problemas que afectan a las minorías en las sociedades anónimas, ver PAYET, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. Reflexiones sobre la Protección de las Minorías*. En: *Themis. Revista de Derecho*. Número 46. 2002. pp. 77-103; ver también, TRÍAS SAGNIER, Miguel. *El sistema de protección del accionista inversor*. En: *Revista de Sociedades*. Número 14. 2001. pp. 197-252; y, FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. *La Protección Jurídica del Accionista Inversor*. Navarra: Arazandi, 2000.

dispersa, donde existe separación entre propiedad y control⁽⁶⁾, como a los accionistas minoritarios en sociedades cotizadas de propiedad concentrada⁽⁷⁾, en las que el control societario lo ejerce fundamentalmente un grupo reducido de accionistas que controlan a la administración de la sociedad. Por ello, en todo tipo de sociedades cotizadas los accionistas inversores requieren que el ordenamiento jurídico les brinde una mayor protección con la finalidad de reducir el comportamiento oportunista de quienes controlan la gestión societaria y, de esa manera, minimizar los efectos del problema de la acción colectiva. Para alcanzar este objetivo es imprescindible contar con

una definición clara de la cláusula normativa general del interés social que sirva de guía a la actuación fiduciaria de los administradores y que tutele el interés de los accionistas, representado por la maximización del valor de su inversión.

Es necesario precisar que si bien el estudio del interés social en las sociedades cotizadas resulta de una importancia y riqueza teórica inusual, fundamentalmente, una clara comprensión del concepto satisface un interés práctico indudable, pues constituye uno de los parámetros más importantes para la solución de una variedad de problemas y conflictos societarios⁽⁸⁾. Las sociedades cotizadas representan lo que comúnmente se conoce

- (6) Este fenómeno fue resaltado en 1932 por Adolf Bearle y Gardiner Means en su clásico trabajo titulado *The Modern Corporation and Private Property*. Ver BERLE, Adolf y Gardiner MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*. Edición revisada. New York: Harcourt, Brace and World, 1968. Se ha señalado que el trabajo de Berle y Means ha tenido dos contribuciones fundamentales. La primera ha sido documentar que para 1930 las grandes sociedades cotizadas estadounidenses se caracterizaban por una separación entre la propiedad y el control, por medio de la cual los administradores de las sociedades se volvieron en gran parte autónomos, constituyéndose en los verdaderos detentadores del control societario. La segunda contribución ha sido argumentar que esta separación entre la propiedad y el control puede llevar a los administradores a perseguir sus propios objetivos a costa de los propietarios. Cfr. BOLTON, Patrick y David SCHARFSTEIN. *Corporate finance, the Theory of the Firm, and Organizations*. En: *The Journal of Economic Perspectives*. Volumen 12. 1998. p. 99; y, COFFEE, John C. y William A. KLEIN. *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*. New York: Foundation Press, 1996. pp. 170-171.
- (7) Jesús Alfaro ha hecho notar que en sociedades de propiedad concentrada el problema de agencia y los costos necesarios para disminuirlo se generan entre accionistas de control y accionistas inversores, a diferencia de lo que sucede en el caso norteamericano -donde se han elaborado los principales trabajos sobre esta materia- cuyas sociedades de propiedad dispersa generan costos de agencia entre administradores y accionistas en general. Ver ALFARO, Jesús. *Interés Social y Derecho de Suscripción Preferente. Una aproximación económica*. Madrid: Civitas, 1995. pp. 83-84. En un estudio realizado para el Banco Mundial por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny se ha evidenciado que de las diez sociedades cotizadas domésticas (por ejemplo no multinacionales internacionales) con mayor capitalización bursátil en el Perú que no forman parte del sistema financiero o de seguros, aproximadamente el 57 por ciento de la participación accionarial se encuentra distribuido en tres accionistas principales, mientras que, por ejemplo, para los Estados Unidos el porcentaje es de sólo 20 por ciento. Este porcentaje se encuentra incluso por encima de la media para los países influenciados por el *civil law* francés, que asciende al 54 por ciento, grupo dentro del cual se encuentra clasificado el Perú. Ver LA PORTA, Rafael y otros. *Law and Finance*. En: *The Journal of Political Economy*. Número 106. Diciembre 1998. pp. 1145-1151. A similares conclusiones arribó la Gerencia de Investigación y Desarrollo de la CONASEV en un documento elaborado en el marco de la "II Reunión de Autoridades Regulatoras de Países Miembros de la Comunidad Andina de Naciones". En dicho trabajo, al igual que en el estudio de La Porta y otros, se tomó en consideración el promedio de la participación conjunta de los tres principales accionistas de las diez sociedades no financieras de mayor capitalización bursátil en el Perú, las cuales representan una participación del 43,83 por ciento de la capitalización bursátil total de la Bolsa de Valores de Lima. Los resultados de Gerencia de Investigación y Desarrollo de la CONASEV arrojaron un índice de concentración en la propiedad de las sociedades cotizadas peruanas del 66,77 por ciento, es decir, más de 10 por ciento por encima que el resultado al que arribaron La Porta y otros. Ver *Documento elaborado en el Marco de la II Reunión de Autoridades Regulatoras de Países Miembros de la Comunidad Andina de Naciones. Liquidez de Valores y su Valuación: Revisión de Experiencias Iberoamericanas*. Octubre 2003. En: http://www.conasev.gob.pe/Acercade/Acer_docsinvestigacion.asp.
- (8) Dentro del ordenamiento societario peruano, la Ley General de Sociedades hace una referencia explícita a la cláusula normativa general del interés social en una variedad de artículos, dentro de los cuales se encuentran: (i) la nulidad de los acuerdos societarios (artículo 38); (ii) la responsabilidad de los fundadores (artículo 71); (iii) la convocatoria a la junta general de accionistas (artículo 113); (iv) la atribución de la junta general de accionistas para adoptar acuerdos sobre cualquier materia que requiera el interés social (artículo 115); (v) el derecho de información a los accionistas (artículo 130); (vi) la suspensión del derecho de voto de los accionistas (artículo 133); (vii) impugnación de acuerdos societarios (artículo 139); (viii) la convocatoria al directorio (artículo 167); y, (ix) los conflictos de intereses entre directores y accionistas (artículo 180). Sin perjuicio de ello, no sólo debemos centrarnos en los supuesto típicos del interés social en la medida que la cláusula normativa general del interés social "(e)s también un concepto fundamental a la hora de interpretar ciertos preceptos legales que, a pesar de no mencionarlo, no es dudoso que obligan a su determinación para dar virtualidad a los propios postulados de la norma". Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1663.

como “grandes empresas” y es en ellas donde se advierte con mayor nitidez la contraposición de intereses entre los distintos *stakeholders*⁽⁹⁾ e, incluso, entre los *stakeholders* pertenecientes a un mismo grupo. De ahí la necesidad de contar con una determinación clara del interés social que defina cuál de estos intereses contrapuestos será tutelado por el ordenamiento jurídico.

Sin embargo, debido a que el interés social es una materia que abarca prácticamente toda la sistemática del Derecho Societario, su tratamiento dentro de la doctrina comparada usualmente ha sido inespecífico, resultando una derivación del análisis de otros temas más concretos, tales como la responsabilidad de los directores, la protección de los accionistas inversores, los conflictos de interés entre accionistas, la exclusión del derecho de suscripción preferente en la legislación española y, últimamente, el gobierno corporativo. No abundan, en consecuencia, estudios que aborden la cuestión desde su perspectiva particular, pese a que puede afirmarse que el tema ha sido muy tratado por los académicos a partir del estudio de otras cuestiones derivadas o conexas. En el Perú la situación es más extrema aún, pues al margen de breves referencias sobre la materia, no encontramos un estudio que haya abordado la problemática del interés social de manera sistemática e integral.

Conscientes de esta situación, nuestro propósito en el presente trabajo es intentar delimitar el

contenido, finalidad y alcance de la cláusula normativa general del interés social en el marco de las sociedades cotizadas peruanas, principalmente desde el punto de vista del análisis económico del Derecho que la entiende como un método de integración de las lagunas contractuales que debe representar el interés de los accionistas en maximizar el valor de su inversión, pero sin dejar de lado su tratamiento jurídico y su desarrollo dogmático a lo largo de los años. A este respecto, conocedores de las críticas que ha sufrido el análisis económico del Derecho como metodología de estudio en los países del *civil law*⁽¹⁰⁾ -cuestionamientos a los que no es ajeno el Perú⁽¹¹⁾-, cabe precisar que el ámbito en el que se desarrolla el Derecho Societario es aquel en el cual incluso quienes sienten cierto recelo hacia esta metodología de estudio lo aceptan como su “campo de juego” útil: el terreno de los “mercados explícitos”, donde lo que es objeto de las transacciones se mide en precios reales; donde la cooperación entre los individuos tiene lugar mediante el intercambio; y, por tanto, donde la finalidad de las normas jurídicas es auxiliar a los particulares en el desarrollo de dichos intercambios⁽¹²⁾.

Para alcanzar nuestro objetivo, primero delimitaremos el concepto de interés social y expondremos cuáles han sido las teorías que se han elaborado en torno a su interpretación (véase infra 2). Luego procederemos a analizar la cláusula normativa general del interés social desde el enfoque

- (9) Los *stakeholders* incluyen a los individuos y grupos que pueden afectar sustancialmente la riqueza de la sociedad. No sólo están incluidos dentro de este concepto los demandantes financieros (acreedores y accionistas), sino también los trabajadores, consumidores, comunidades, funcionarios públicos e incluso, bajo ciertas interpretaciones, el medio ambiente, los terroristas y ladrones. Ver JENSEN, Michael. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. En: *Business Ethics Quarterly*. Número 12. 2002. p. 236.
- (10) Las críticas más recientes a la visión del interés social en términos de la maximización del valor para los accionistas han sido formuladas en España y se encuentran contenidas en una obra colectiva coordinada por el profesor Gaudencio Esteban Velasco con la finalidad de comentar el *Informe Olivencia* para el gobierno de las sociedades cotizadas españolas. Ver ESTEBAN VELASCO, Gaudencio (coordinador). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Marcial Pons, 1999.
- (11) Para una respuesta a las principales críticas que ha sufrido el análisis económico del Derecho en el Perú, ver BULLARD, Alfredo. *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Lima: Palestra, 2003. pp. 64-96.
- (12) Ver ALFARO, Jesús. *Imperialismo Económico y Dogmática Jurídica*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. Número 223. 1999. pp. 927-928. El profesor Jesús Alfaro realiza un excelente trabajo en el cual responde a todas las críticas que se han elaborado contra la aplicación del análisis económico del Derecho en los sistemas continentales o de *civil law*, principalmente con respecto a las recomendaciones del *Informe Olivencia* sobre el gobierno de las sociedades españolas y la recepción de las supuestas doctrinas “importadas” del *common law* tales como los *fiduciary duties*, las *corporate oportunities* y la teoría de los contratos incompletos. Así, señala que el análisis económico de Derecho “(e)s la teoría sobre el Derecho más importante que ha aparecido en el panorama intelectual en las últimas décadas y su rechazo no puede basarse en que pone en peligro la autonomía del Derecho -como si eso fuera un valor en sí mismo- o en que tiene un sesgo ideológico-conservador inaceptable, lo que debe criticarse con relación a los problemas concretos, o que es incompatible con la Constitución, lo que, según veremos es simplemente falso o en que promueve valores -como la eficiencia- que no son reconocibles en nuestro ordenamiento lo que, como veremos también, es perfectamente refutable”. En el mismo sentido, ver PAZ-ARES, Cándido. *Principio de eficiencia y derecho privado*. En: *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Broseta Pont*. Tomo III. Valencia: Tirant Lo Blanch, 1995. p. 2843. Para un desarrollo sobre cómo la concepción del Derecho como disciplina autónoma ha venido siendo dejada de lado, ver POSNER, Richard. *The Decline of Law as an Autonomous Discipline: 1962-1987*. En: *Harvard Law Review*. Número 100. 1987. pp. 761-780.

del análisis económico del Derecho que la entiende como un método de integración de las lagunas dejadas en el contrato de sociedad que debe reflejar la voluntad de las partes en maximizar sus propios intereses (véase infra 3). Una vez entendida la cláusula normativa general del interés social como método de integración de las lagunas contractuales, explicaremos la racionalidad económica de una visión del interés en función a la creación de valor para los accionistas, justificada en: (i) la competencia internacional existente en los mercados financieros por la captación de inversión; (ii) la necesidad de proporcionar a los administradores una directriz neta y clara que facilite la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; y, (iii) en la necesidad acomodar el diseño de la organización de las empresas a los incentivos y riesgos asumidos por las partes (véase infra 4). Posteriormente, abordaremos la temática referente a la constitucionalidad de una visión del interés social en términos de la creación de valor para los accionistas dentro del marco del sistema de

“economía social de mercado” consagrado en nuestra Constitución Política de 1993. Principalmente, tocaremos la materia centrándonos en las críticas que se han venido elaborando en España por una corriente que considera que una visión eficientista del interés social contravendría este sistema económico (véase infra 5). Por último, haremos referencia al famoso caso *Dogde v. Ford Motor Co.*, suscitado a principios del Siglo XX en la experiencia jurisprudencial norteamericana, el cual nos permitirá entender como han aplicado las cortes norteamericanas el interés social como el interés de los accionistas (véase infra 6).

2. El interés social y las teorías en torno a su interpretación.

El interés social en el Derecho Societario es una cláusula normativa general para la integración del contrato de sociedad⁽¹³⁾ -similar a la cláusula normativa general de buena fe en el Derecho Civil⁽¹⁴⁾- que delimita el objetivo o finalidad última que

- (13) Particularmente somos partícipes de una visión contractualista de las sociedades que deja de lado toda consideración de las mismas como entes autónomos que tienen un interés propio distinto al de los accionistas. Sin entrar a analizar la materia -evidentemente escapa el alcance de este trabajo- haremos nuestra la reflexión de Frank Easterbrook y Daniel Fischel quienes precisan que si bien se ha argumentado que las características distintivas de las sociedades son la responsabilidad limitada, la personalidad jurídica y la existencia perpetua, todas las relaciones que se dan en el seno de una sociedad pueden explicarse desde una perspectiva contractual, sin que sea preciso acudir a estas tres características. Así, señalan que la responsabilidad limitada sólo significa que aquellos que aportan capital a la empresa arriesgan no más que su inversión original y por ello esta característica es más un atributo de la inversión que de la sociedad. Sobre la personalidad jurídica y la existencia perpetua, señalan que la primera sólo significa que la empresa tiene un nombre a través del cual puede celebrar transacciones y ser demandada, por lo que es más un tema de conveniencia que de realidad, mientras que sobre la segunda característica precisan que simplemente significa que la empresa dura hasta que es disuelta y extinguida. Ver EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISHEL. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1996. pp. 11-14. En esta línea, se afirma que el Derecho Societario simplemente proporciona un modelo estándar de contrato para gobernar la relación entre aquellos proveedores de capital y aquellos que administran la sociedad con la finalidad de reducir, a través de reglas supletorias, los costos de transacción en los que tendrían que incurrir aquellas partes que constituyan una sociedad. En nuestro sistema jurídico se ha reconocido que las sociedades pertenecen a la categoría de los contratos plurilaterales que se caracterizan porque las obligaciones que surgen de ellos se prometen en atención a un fin común. Esta corriente remite la idea de sociedad a la unión de esfuerzos entre dos o varias personas para conseguir un fin común lícito mediante un contrato. Dentro de esta corriente, Cándido Paz-Ares ha señalado que los elementos esenciales del concepto de sociedad son el origen negocial, el fin común y la contribución de los socios a la promoción de este fin común. Ver PAZ-ARES, Cándido. *Comentario al artículo 1665 del Código Civil*. Dentro de la obra colectiva: *Comentario al Código Civil*. Tomo II. Segunda edición. Madrid: Ministerio de Justicia, 1993. p. 1313.
- (14) Massimo Franzoni, al comentar la norma italiana (artículo 1375 del *codice civile*) correlativa al artículo 1362 de nuestro Código Civil que recoge el principio de la buena fe para la negociación, celebración y ejecución de los contratos, precisa que tradicionalmente la buena fe ha sido considerada como una cláusula normativa general que pertenece al género, más amplio, de los conceptos elásticos o indeterminados. Según este autor, aplicar la buena fe como cláusula normativa general significa crear una regla general adecuada para el caso específico, así como para otros supuestos análogos en los que el papel del precedente jurisprudencial se convierte en decisivo, aunque lo sea con el limitado fin de guiar al intérprete en el futuro. Esta cláusula no sólo delimita “derechos y deberes de las partes”, sino que requiere un compromiso de solidaridad que va más allá, y que obliga a cada una de las partes a tener en cuenta el interés de la otra, con prescindencia de determinadas obligaciones contractuales y extracontractuales. Para las cláusulas normativas generales, la regla es introducida para resolver el conflicto, pero con la conciencia de que ella, una vez creada, entrará en el ordenamiento jurídico, como expresión del “derecho viviente”, porque esta es la función de una cláusula normativa general. FRANZONI, Massimo. *La buena fe y la equidad como fuentes de integración del contrato*. En: LEON, Leysser (compilador). *Estudios sobre el Contrato en General*. Lima: Ara, 2003. pp. 651-674.

persiguen las sociedades y que justifica su existencia, proporcionando las pautas y directrices que deberán seguir los distintos órganos de la sociedad, especialmente los órganos de administración, en el ejercicio de sus funciones, así como también la conducta que deberán adoptar todos los accionistas -en particular los accionistas mayoritarios- en sus relaciones intrasocietarias⁽¹⁵⁾. Sin embargo, por la elasticidad e indeterminación de este concepto, la delimitación del interés social no ha sido pacífica dentro de la doctrina comparada, existiendo variadas concepciones sobre la materia que podrían resumirse básicamente en dos: (i) la visión institucional del interés social; y, (ii) la visión contractual del interés social⁽¹⁶⁾.

2.1. La teoría institucionalista.

El origen de la teoría institucionalista se encuentra Alemania, fundamentalmente en el

pensamiento político y económico de Walther Rathenau que dio origen al desarrollo de la doctrina jurídica alemana del “*Unternehmen an sich*”⁽¹⁷⁾ la cual consideraba a la organización económica como entidad autónoma dentro de la cual se subsumían una pluralidad de intereses, entre ellos el interés de los trabajadores, propietarios e, inclusive, del Estado⁽¹⁸⁾.

Sobre la base de las ideas planteadas por Rathenau, los juristas alemanes formularon una serie de teorías publicistas en torno a las sociedades, las cuales tenían las siguientes características comunes: (i) se consideró a la sociedad anónima como la forma típica de la gran empresa que comprende intereses de distinto género; (ii) se reconoció en la empresa un interés propio, identificable no con la rentabilidad de la inversión del accionista individual, sino con la mayor eficacia productiva de la empresa misma; (iii) se sustrajo a los accionistas del control de las

- (15) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado y el Gobierno de las sociedades*. En: *Ius et Veritas*. Número 24. Julio 2002. pp. 140-141. Esta posición que observa a al interés social como una cláusula normativa general, pese a ser la teoría que mejor explica su tipificación legislativa, no es aceptada por la generalidad de la doctrina. Por ejemplo, según Jorge Coutinho De Abreu: “(e)n el interés social tendremos una relación entre una necesidad -(esencialmente) la obtención de beneficios por parte de todos y cada uno de los socios- y uno o más bienes determinados (si ése es el caso) en cada acuerdo (...) Concluyendo, se puede definir el interés social como la relación entre la necesidad de todo socio en cuanto tal en la obtención de lucro y el medio considerado idóneo para satisfacerla”. Ver COUTINHO DE ABREU, Jorge M. *Interés Social Deber de lealtad de los socios*. En: *Revista de Derecho de Sociedades*. Número 19. Arazandi, 2002. p. 42. Por su parte, Francesco Galgano equipara el interés social a la causa del contrato de sociedad -función concreta o funcionalidad económica deducida del reglamento de intereses sobre el cual recae la manifestación de voluntad de los agentes- precisando que el interés social es el interés por el cual se concluye y, por tanto, se ejecuta todo contrato de sociedad y que va a delimitar el objetivo que se persigue con esta. Así, precisa -en una posición que no compartimos- que “(e)n el contrato de sociedad se puede descubrir una pluralidad de intereses, coordinados entre sí y definibles como todos como ‘intereses sociales’. Ante todo tenemos un ‘interés social’ preliminar, a saber, el interés en que el patrimonio social, formado con los aportes de los socios, sea utilizado en la explotación de una actividad productiva: y tenemos luego un ‘interés social’ intermedio, esto es, el interés en que la actividad productiva se encamine a la obtención de utilidades, hay, por último, un ‘interés social’ final, o sea el interés en que las utilidades obtenidas sean distribuidas entre los socios”. Según este autor, el fin de la sociedad se refleja en estos tres intereses: (i) obtener la mayor eficacia productiva de la empresa; (ii) interés en el mayor provecho; e, (iii) interés en obtener el mayor dividendo, respectivamente, los cuales se pueden incluir, por lo tanto, en el esquema causal del contrato de sociedad. Ver GALGANO, Francesco. *Derecho Comercial: Las Sociedades*. Volumen II. Traducción al español. Santa Fe de Bogotá: Temis, 1999. pp. 393-394.
- (16) Cabe destacar que se han elaborado otras clasificaciones sobre las teorías en torno a la interpretación del interés social, dentro de los que se encuentran: (i) las teorías monistas, que identifican el interés de la empresa con el de los socios; (ii) dualistas, especialmente a través de la cogestión, en la que también los trabajadores y sus intereses forman parte de la sociedad; (iii) pluralistas, que intentan hacer entrar en la empresa el interés público; o los sistemas finalistas: (i) de la optimización del lucro, donde la sociedad busca los intereses de los accionistas y; la satisfacción de intereses de otros grupos de personas, cuando venga exigida, es contemplada como medio para alcanzar dicho fin; (ii) de la correcta valoración de los intereses, la sociedad debe satisfacer intereses autónomos de varios grupos de personas, aun con el sacrificio, en cierta medida, de los intereses autónomos de varios grupos de personas; y, (iii) el de la consideración igualitaria de los intereses, los intereses de los diversos grupos, especialmente los de los socios, trabajadores y colectividad, son considerados en pie de igualdad. No obstante, consideramos que finalmente son las visiones institucionalistas o contractualistas del interés social las que prevalecen, pues engloban a todas las posiciones antes expuestas. Ver COUTINHO DE ABREU, Jorge M. Op. cit.; p. 40.
- (17) Ver RATHENAU, Walther. *Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung*. Berlín, 1919, citado en SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. Op. cit.; p. 59.
- (18) Rathenau consideró que los accionistas individuales eran los enemigos más peligrosos de la empresa y uno de los más peligrosos obstáculos para la consecución sus fines. En su opinión, ellos -movidos por su ánimo de lucro- sacrificaban el interés social en aras del suyo propio. Ver ROIMISER, Mónica. *El interés social en la sociedad anónima*. Buenos Aires: Depalma, 1979. pp. 5-6.

sociedades para conferirlo a los administradores; y, (iv) se minimizaron y subordinaron los derechos de los accionistas, condicionándolos a un interés superior de la sociedad. Posteriormente, se elaboraron reformulaciones de la teoría de la empresa propuesta por Rathenau que dejaron de lado las connotaciones características de la ideología nazi que había tenido en un comienzo⁽¹⁹⁾ y mantuvieron la idea de la empresa como una categoría jurídica independiente que representa un lugar donde convergen intereses plurales y cuyos miembros integrantes -propietarios del capital, el personal directivo y los trabajadores- están supeditados a un interés superior y distinto: el “interés de la empresa”⁽²⁰⁾.

Básicamente podemos afirmar que esta teoría se presenta encaminada a un doble fin. El primero se refiere a las relaciones intrasocietarias entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios, por el cual la sociedad debe disponer de un órgano de administración que, desprovisto de motivaciones económicas propias, sea capaz de interpretar de modo autónomo las exigencias del manejo de la sociedad⁽²¹⁾. El segundo, referido a las relaciones extrasocietarias y sustentado principalmente en la doctrina de la “*Person an sich*”⁽²²⁾, supone que el interés de la sociedad representa un interés superior que va más allá del interés de todos los accionistas,

incluidos los mismos accionistas pertenecientes a los accionistas de control. Es decir, el interés social se convierte en un interés común a los accionistas y a los trabajadores de la sociedad, un interés propio de toda la colectividad nacional, frente al cual debe sucumbir todo interés particular, inclusive el de los accionistas de control⁽²³⁾.

En resumen, la visión institucional del interés social lo asemeja con el interés autónomo de la sociedad en la cual se subsumen los diversos intereses presentes en ésta, tales como el interés de los accionistas, trabajadores, administradores, proveedores, acreedores e, incluso, el público en general⁽²⁴⁾. Para esta visión del interés social las pautas y directrices que deberán seguir los distintos órganos de la sociedad y los accionistas siempre deberán estar encaminadas a satisfacer el interés de este ente autónomo que es la empresa y en la cual confluyen todos estos intereses antes mencionados.

2.2. La teoría contractualista.

La teoría contractualista del interés social tiene su origen en Italia y considera que el Derecho Societario es la expresión abreviada de una disciplina que se descompone en normas que regulan la relación entre individuos y que tiende, por ende, a resolver los intereses inherentes a la sociedad en los intereses de sus miembros. Consecuentemente,

(19) Resulta destacable resaltar que esta teoría fue adoptada por Adolf Hitler en la medida que su impostación anti-individualista de la economía conciliaba la tendencia del partido nazi con la política económica que tenía en mira la cartelización de la industria alemana. Prueba de ello fue la promulgación de la Ley de Reforma del Derecho Accionario en 1937, la cual en su artículo 70 dispuso que el órgano supremo de la sociedad debía dirigir los negocios sociales para el bien del establecimiento, teniendo en cuenta los intereses de la empresa, de sus dependientes y los intereses comunes de la nación. Ver: *Ibid.* pp. 7-9.

(20) *Ibid.* pp. 10-11.

(21) Cfr. SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. *Op. cit.*; p. 60. Galgano agrega a este fin que es necesario que el órgano administrativo de la sociedad esté sustraído al poder directivo de la junta general y, por lo mismo, no influido por el “vehemente” deseo de altos dividendos de los socios. Ver GALGANO Francesco. *Op. cit.*; p. 397.

(22) Ver VON GÉRJE, O. *Vom Wesen der menschlichen Verbände*. Leipzig, 1992, citado en SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. *Op. cit.*; p. 61, quien según esta autora es considerado el mayor exponente de la doctrina de la “*Person an sich*”.

(23) Ver GALGANO, Francesco. *Op. cit.*; p. 397

(24) En tal sentido, ver GALGANO, Francesco. *Op. cit.*; pp. 393-432; FIGUEIRA, Eliseu. *Disciplina jurídica dos grupos de sociedades*. En: *Colectânea de Jurisprudencia*. Tomo IV. 1990. pp. 53-54, citado en COUTINHO DE ABREU, Jorge M. *Op. cit.*; p. 43, quien señala “(l)a sociedad tiene la función social de acumular capital en el interés colectivo; el interés de la sociedad conlleva a un interés común de los socios, el interés de los acreedores y de terceros es el interés público”. En el Perú, ver ELÍAS, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Obra Completa. Edición 2001. Trujillo: Normas Legales, 2001. p. 87, quien precisa que “(l)a sociedad, como ente autónomo, tiene un interés distinto al de los socios, lo cual no implica que los intereses de ambos no puedan coincidir, pero sí determina que la apreciación objetiva del interés de la sociedad no puede establecerse tomando como referencia el interés individual de cada accionista”. Dentro de los fallos jurisprudenciales que se alinean con esta corriente puede consultarse la casación del 20 de junio de 1958 expedida por la Corte de Casación italiana que señala “(l)a entidad social se considera, no como punto de referencia de una comunidad de intereses de la cual son sujetos los socios y sólo los socios, sino como la personificación de un interés superior distinto de aquel de cada uno de los socios, objeto como tal de una protección jurídica autónoma”. Ver casación del 20 de junio de 1958, en *Giur. ital.*, 1958, I, 1, 204, citada por GALGANO, Francesco. *Op. cit.*; p. 397. En los Estados Unidos se ha desarrollado esta teoría bajo en nombre de *stakeholder theory of the firm*, la cual sostiene que los administradores “(d)eberán adoptar las decisiones tomando en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* dentro de una sociedad”. Ver JENSEN, Michael. *Op. cit.*; p. 236.

afirma esta corriente que el Derecho Societario simplemente debe regular las relaciones entre quienes se organizan y la de estos con terceros, sin contar con una función política, jurídica o social⁽²⁵⁾.

Esta teoría deja de lado el reconocimiento de un interés social distinto y superior al de los accionistas, como lo hacía la teoría institucionalista, y diferencia los intereses extrasociales del interés social, el cual es equiparado al interés común de todos los accionistas en la realización del fin último de la sociedad encaminado a que se logre el máximo lucro posible.

Ahora bien, pese a que la tutela del interés de los accionistas es la característica común dentro de la teoría contractualista, existen posiciones divergentes sobre qué intereses deben ser comprendidos dentro del concepto de “interés social”. Así, en doctrina se discute si debe entenderse al interés social **en sentido amplio** y tutelarse cualquier interés cuyo reconocimiento al accionista derive de su condición como tal (“*Mitgliedshaft*”)⁽²⁶⁾ o si debe juzgarse al interés social en **sentido restringido**, como el interés común a todos los accionistas en el marco del contrato de sociedad⁽²⁷⁾.

Nosotros, particularmente, nos alineamos con esta última posición –que dentro de los seguidores de la visión contractualista es aquella con mayor aceptación–, pues, como ha resaltado Rodrigo Uria, la existencia de un fin común resultante de la unificación de los intereses de los accionistas es la esencia y el fundamento de la sociedad, razón por la cual si bien el accionista busca en la sociedad la satisfacción de intereses personales, la consecución de estos intereses tiene como cauce la realización del interés social configurado como el interés común a todos los accionistas⁽²⁸⁾.

3. Los contratos incompletos y la cláusula normativa general del interés social.

3.1. La teoría de los contratos incompletos.

En los últimos veinte años ha surgido dentro de la ciencia económica, una teoría que ha tratado de explicar las lagunas que dejan las partes al redactar sus contratos. Esta teoría ha resultado útil para llenar los vacíos dejados por Ronald Coase en su clásico artículo “*The Nature of the Firm*”⁽²⁹⁾, en lo que respecta a las relaciones contractuales que

(25) Ver ROIMISER, Mónica. Op. cit.; pp. 30-31.

(26) Esta concepción reconoce una “pluralidad de intereses sociales”, algunos típicos en la medida que son contemplados y tutelados por el Derecho Societario, entre los que se encuentran la maximización del beneficio social, percepción de dividendos, control de la gestión social, conservación del statu quo en caso de aumentos de capital, determinación del riesgo de la actividad social, contribuir a determinar la duración de la propia inversión en relación a las propias exigencias y a la libre transmisibilidad de las acciones; y otros atípicos, cuya tutela se realiza a través del ordenamiento societario en general, particularmente a través de la normativa referida a las sociedades anónimas. Ver SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. Op. cit.; pp. 65-66.

(27) No debe confundirse esta interpretación del interés social con un interés superior y distinto de los accionistas como lo ha hecho Polo Sánchez, quien hace referencia a “(l)a concepción del interés social como el interés común o el interés superior de los socios (...)”. Ver POLO SÁNCHEZ, Eduardo. Abuso o Tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima. Dentro de la obra colectiva, Estudios en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez. Tomo II. Madrid: Civitas, 1996. p. 2269. Lo que se afirma es que simplemente cuando se evalúa el interés social se hace en función al interés común de los accionistas, pero no se establece una relación jerárquica entre el interés común y otros intereses individuales de que los accionistas pudieran tener y que se encuentren reconocidos por el Derecho Societario. Ver SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes, supra nota 1. pp. 69-70.

(28) Cfr. GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tomo I. Madrid, 1976. p. 658. En esta misma línea encontramos a Jorge Coutinho De Abreu que señala que el interés social “(n)lace, ciertamente, de la comunidad de intereses de los socios, pero no de cualquier comunidad. Sólo es calificable como interés social cuando se une a la causa común del acto constituyente de la sociedad –que es, por regla general, la finalidad lucrativa (todos y cada uno de los socios pretende lucrarse participando en la sociedad)–; cualquier otro interés colectivo o común del que sean titulares los socios ya no merece tal calificación”. Ver COUTINHO DE ABREU, Jorge M. Op. cit.; p. 42.

(29) Ver COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. En: *Economics*. Volumen IV. 1937. pp. 386-405. La versión en castellano puede ser encontrada en COASE, Ronald H. *La Naturaleza de la Empresa*. (Traducción al español). En: *La Empresa, el Mercado y la Ley*. Madrid: Alianza Económica, 1994. Este artículo puede ser catalogado como el origen de la discusión económica sobre la naturaleza de las empresas y a pesar de que en un comienzo no tuvo mucha trascendencia en esta materia, actualmente es una de las hipótesis centrales dentro de la teoría económica, la economía industrial y el *management* estratégico. Cfr. BOLTON, Patrick y David S. SCHARFSTEIN. Op. cit. p. 95. Sin embargo, tal importancia le ha sido negada por el mismo Coase quien en su discurso a la memoria de Alfred Nobel, pronunciado el 9 de diciembre de 1991 señaló que la más significativa contribución de este artículo simplemente ha sido la introducción explícita de los costos de transacción al análisis económico. Ver COASE, Ronald H. *The Institutional Structure of Production. Lecture to the Memory of Alfred Nobel*. 9 de diciembre de 1991. En: *Nobel Lectures, Economics 1991-1995*. Singapur: World Scientific Publishing.



se generan al organizar la actividad económica, así como también para entender materias tales como el significado de la propiedad y estructura financiera de las empresas⁽³⁰⁾.

La teoría de los contratos incompletos parte de un modelo en el cual no existen costos de transacción⁽³¹⁾ para explicar que, en ese estado de las cosas, no habría razón alguna para que las partes modificaran o actualizaran los términos de sus contratos, pues todo estaría previsto y planeado por adelantado; ni para que se generen conflictos entre ellas, porque un tercero podría determinar sin costo alguno si una de las partes ha violado el contrato e imponer una sanción apropiada. Sin embargo, en la medida que esta suposición es eminentemente irreal -la existencia de costos de transacción es una realidad empírica incontrastable- las partes no redactarán un contrato completo que prevea todos los eventos que puedan ocurrir ni las diversas acciones que sean apropiadas en estos casos, sino más bien elaborarán un contrato incompleto que contendrá lagunas o disposiciones omitidas. Un resultado de esta falta de especificación es que ocurrirán ciertos acontecimientos que llevarán a las partes a actuar de manera distinta a la detallada en el contrato, es decir, a tomar ventaja de las ambigüedades que deja el contrato para su propio beneficio. Particularmente, según Benjamín Klein, Robert Crawford y Armen Alchain, los contratos incompletos generan la posibilidad de “problemas de entrapamiento” (*hold up problems*) cuando existan relaciones de inversión específicas⁽³²⁾; o, siguiendo a Oliver Williamson⁽³³⁾, los contratos

- (30) Para una aproximación a la literatura de los contratos incompletos, ver SCHWARTZ, Alan. *Legal Contract Theories and Incomplete Contracts*. En: WERIN L. y H. WUKANDER (editores). *Contract Economics*. Oxford-Cambridge, 1992. pp. 76-83. Para una defensa a las críticas planteadas contra esta teoría ver HART, Oliver y John MOORE. *Foundations of incomplete contracts*. En: *The Review of Economic Studies*. Número 66. Enero 1999. pp. 115-138. Eric Posner ha formulado una crítica a la teoría de los contratos incompletos. Ver POSNER, Eric A. *Economic Analysis of Contract Law After Three Decades: Success or Failure?* En: *Yale Law Journal*. Número 112. 2003. pp. 855-863, publicado en español como POSNER, Eric A. *Análisis Económico del Derecho Contractual después de tres décadas: Éxito o Fracaso*. En: *Advocatus*. Nueva época. Número 8. 2002. pp. 124-171. Pese a que no nos pronunciaremos sobre las críticas formuladas por Posner, resulta destacable para efectos de este trabajo la cita que hace al artículo de HART, Oliver y John MOORE. *Incomplete Contracts and Renegotiation*. En: *Econometrica*. Número 56. 1988. p. 755 como el artículo pionero dentro de esta teoría, sin embargo, deja establecido que las raíces de la literatura sobre los contratos incompletos se encuentran en el trabajo de WILLIAMSON, Oliver. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Macmillan, 1975.
- (31) De acuerdo con Demsetz para poder interpretar correctamente a Coase, de una manera consistente con sus objetivos, estos costos deben ser entendidos como cualquier costo en el que se tenga que incurrir por utilizar el mecanismo de precios. Ver DEMSETZ, Harold. *The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution*. En: *The American Economic Review*. Número 87. Mayo 1997. p. 426. Básicamente la teoría económica clasifica los costos de transacción en dos: (i) los costos de coordinación, que representan los costos de búsqueda de la contraparte y negociación del contenido del contrato; y, (ii) los costos de incumplimiento, también denominados riesgo moral u oportunismo, que agrupan los costos asociados a la especificación de las obligaciones y los riesgos en el contrato. Según Jesús Alfaro, los primeros incluyen todos los recursos invertidos en establecer en qué medida el derecho o el bien que deseamos adquirir tiene las cualidades que nosotros valoramos y que son las que nos llevan a desear su adquisición, mientras que los segundos incluyen los recursos invertidos en garantizar que lo que hemos intercambiado pasa en todo su valor a nuestro patrimonio. Ver ALFARO AGUILA-REAL, Jesús. *Los costes de transacción*. En: *Estudios jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Tomo I. Madrid, 1996. pp. 143-145.
- (32) Ver KLEIN, Benjamin y otros. *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*. En: *Journal of Law and Economics*. Número 21. 1978. pp. 297-326.
- (33) Ver WILLIAMSON, Oliver. *Corporate Control and Business Behaviour*. New Jersey: Prentice Hall, 1970; y WILLIAMSON, Oliver. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press, 1975.

incompletos permiten el oportunismo⁽³⁴⁾ luego de que las decisiones de inversión han sido tomadas sobre la base de activos especificados. Una vez realizadas tales inversiones sobre activos especificados, las partes se encuentran “entrampadas” -por lo menos parcialmente-, lo cual implica que ellas están a merced de su contraparte, pudiendo surgir el comportamiento oportunista. En consecuencia, puede ocurrir que (i) las partes deseen revisar el contrato; (ii) no estén de acuerdo acerca de lo que realmente dice este; o, (iii) finalmente, se generen disputas que hagan necesario recurrir a terceros para que solucionen la controversia⁽³⁵⁾.

Sobre la base de esta concepción de los contratos incompletos se ha desarrollado una nueva teoría económica de la propiedad⁽³⁶⁾ que señala que cuando los contratos son incompletos ya no es necesariamente cierto que todas las facultades conferidas por la propiedad puedan transferirse mediante un contrato -excepto si se transfiere la propiedad misma-, ya que puede resultar imposible la descripción de estas facultades sin caer en ambigüedades. Consecuentemente, para entender a

la propiedad se introduce la noción de derechos residuales de control. La idea que se expone es que si fuese incompleto el contrato redactado por las partes, debiera existir algún mecanismo para salvar los vacíos en el curso del tiempo, siendo necesario tomar en consideración en cualquier renegociación contractual quién es titular de los derechos residuales de control sobre los activos. De esta manera, la propiedad deja de ser absoluta, en la medida que alguien que no es propietario puede tener a veces algunos derechos residuales de control, conferidos contractualmente⁽³⁷⁾. Consecuentemente, esta teoría identifica la propiedad de un activo con la titularidad de derechos residuales de control sobre ese activo, es decir, equipara la propiedad a la facultad de efectuar una amplia gama de comportamientos sobre ese activo, excepto que contractualmente se hayan otorgado derechos específicos que lo impidan. Mientras la propiedad vaya unida a los derechos residuales de control, habrá una asignación óptima de la propiedad de los activos. Por ello, los derechos residuales de control influyen de modo importante sobre las decisiones de inversión específicas *ex ante*.

- (34) Benjamin Klein ha señalado que el oportunismo puede definirse como el riesgo de que una parte trate de aprovecharse o de tomar ventaja de los elementos no especificados o no verificables de la relación contractual. Ver KLEIN, Benjamin. *Contracts and Incentives: the Role of Contract Terms in Assuring Performance*. En WERIN y WUKANDER. Op. cit.; p. 150. De acuerdo con Bernard Salanié el oportunismo se presenta cuando: (i) el agente toma una decisión o acción que afecta su utilidad y la del principal; (ii) el principal sólo puede observar el resultado; y, (iii) la acción que el agente adoptará no es eficiente. En la medida que la acción no es observable, el principal no puede forzar al agente a elegir aquella opción eficiente. La única manera en que puede condicionar la acción del agente es supeditando la utilidad del agente a la única variable que puede medir: el resultado. Ver SALANIÉ, Bernard. *The Economics of Contracts*. Cuarta Reimpresión. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2000. p. 107. Para Cándido Paz-Ares, los mecanismos de alineamiento de incentivos para corregir este oportunismo pueden ser englobados en dos grandes categorías: (i) mecanismos jurídicos, aquellos que proporcionan el sistema jurídico y judicial; y (ii) mecanismos de mercado. La eficacia del sistema jurídico para gobernar el riesgo de oportunismo está correlacionada con el grado de especificación de los contratos, es decir, con el grado de especificabilidad de la conducta debida y con el grado de verificabilidad de la conducta no debida. En la medida que todos los contratos son incompletos la eficacia del sistema jurídico para promover el cumplimiento de los contratos es imperfecta, por lo que se hace necesario recurrir a los mecanismos de mercado. Ver PAZ-ARES, Cándido. *La Terminación de los Contratos de Distribución*. En: *Advocatus*. Nueva época. Número 8. 2002. pp. 36-37.
- (35) Ver HART, Oliver y Jhon MOORE. Op. cit.; p. 197.
- (36) Los principales exponentes de esta teoría son Stanford Grossman, Oliver Hart y John Moore, aunque no podemos dejar de lado los aportes por parte de la escuela de los costos de transacción representada por Williamson, Klein, Crawford y Alchain. Ver GROSSMAN, Stanford y Oliver HART. *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*. En: *Journal of Political Economy*. Número 94. 1986. pp. 691-719. También puede consultarse: HART, Oliver. *Los Contratos Incompletos y la Teoría de la Empresa*. En: WILLIAMSON Oliver y Sidney WINTER (compiladores). *La Naturaleza de la Empresa. Orígenes, evolución y desarrollo*. Traducción al español. Primera edición. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1996. pp. 192-219.
- (37) Por ejemplo, supongamos que A y B celebran un contrato por medio del cual A se compromete a suministrar un número de automóviles para B. Imaginemos que la demanda por automóviles en el mercado aumenta y, por tanto, B desea aumentar la cantidad suministrada por A para poder cubrir el aumento en la demanda. En la medida de que al momento de redactar el contrato el aumento de la demanda era una situación que las partes no previeron o por lo menos no incluyeron explícitamente en el contrato, B necesitaría obtener el consentimiento de A para el aumento del suministro de nuevos automóviles, pues el *statu quo* en dicha renegociación confiere a A los derechos de control residuales. Sin embargo, si las partes hubieran pactado la obligación de A de suministrar automóviles en caso de aumento de la demanda, sería B quien tendría los derechos de control residuales sobre estos activos y podría exigir a A que aumente el suministro. Ver HART, Oliver y John MOORE. Op. cit.; pp. 197-198.

Resulta destacable el análisis que efectúa Luigi Zingales⁽³⁸⁾ sobre la relación existente entre la falta de especificidad de los contratos y la distribución de las cuasi-rentas que se generan en las sociedades. El autor plantea que en muchas transacciones económicas “no estandarizadas” -como las que se generan en una sociedad- la “mano invisible” de Adam Smith no es capaz de asignar eficientemente los recursos sin el uso de alguna forma de autoridad. La razón es que en estas transacciones: (i) se generan cuasi-rentas; y, (ii) las cuasi-rentas no pueden ser asignadas en una forma obvia *ex-ante*. Las cuasi-rentas son la diferencia entre lo que las partes que participan en una relación económica generarían conjuntamente y aquello que podrían obtener en el mercado⁽³⁹⁾. Las cuasi-rentas se producen debido a la existencia de complementariedad y externalidades en los diferentes aportes de quienes participan en una relación económica que hacen que el valor de la empresa sea distinto a la suma de sus activos. Las cuasi-rentas no pueden ser repartidas *ex-ante* debido a que no es posible confeccionar contratos completos que contemplen todas y cada una de las eventualidades que puede sufrir la relación económica establecida, o en razón de que el cumplimiento de dichos contratos no puede ser garantizado debido a un sistema de *enforcement* ineficiente. En otras palabras, cuando la relación

económica o empresa genera rentas que no pueden ser distribuidas *a priori*, el derecho a tomar decisiones *ex-post* es valioso puesto que aumenta el poder negociador para capturar dichas rentas. A este derecho como hemos referido anteriormente se le conoce como el derecho residual de control y en las sociedades debe recaer sobre los accionistas.

3.2. La cláusula normativa general del interés social como método para la integración de la voluntad de las partes en el contrato de sociedad.

La determinación de la cláusula normativa general del interés social genera una anfibología para los juzgadores -jueces o árbitros que dirimirán las controversias sobre su interpretación- en la medida que representa uno de aquellos casos susceptibles de ser resueltos de varias maneras, primero por la ambigüedad del precepto y segundo por la falta de consenso doctrinal en torno a su interpretación. Ello lleva a que el juzgador tenga que adoptar una visión prospectiva para integrar las lagunas dejadas por las partes que lo lleve a preguntarse por la regla que sería razonable que existiese *ex ante* la ocurrencia de los hechos. Es decir, el juzgador deberá reconstruir la voluntad de las partes *ex ante* la ocurrencia de los hechos para tratar de llenar los vacíos dejados en el contrato de sociedad⁽⁴⁰⁾. Este

(38) Ver ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance*. En: *National Bureau of Economic Research*. Working Paper Número 6309. 1997.

(39) Supongamos que A desea adquirir una máquina fabricada a su medida. A deberá contactar a un fabricante y acordar las especificaciones y el precio final. Sin embargo, a diferencia de las transacciones estandarizadas, la relación de A con el fabricante no termina con la firma del contrato. La fabricación de la máquina requiere cierto tiempo y es durante este tiempo que muchas cosas pueden ocurrir, alterando el costo de producción de la máquina, así como la disposición de A de pagarlo. Lo más importante es que cuando el contrato fue firmado, el mercado de fabricantes era competitivo (A podía escoger entre varios fabricantes y contratar con aquel que le ofreciera las mejores condiciones). Sin embargo, una vez que el contrato ha sido firmado, las partes se encuentran atrapadas en una situación de monopolio bilateral. La máquina probablemente tendrá un mayor valor para A que para el mercado y, del otro lado, probablemente el fabricante tendrá los menores costos para terminar la máquina. Ver: *Ibid*.

(40) El profesor Paz-Ares ha realizado una completa descripción de la función que deben cumplir los juzgadores cuando se encuentran ante supuestos -como la cláusula normativa general del interés social- que permitan variadas interpretaciones. Para el citado autor, el juzgador tendrá dos opciones al momento de reconstruir la voluntad de las partes: (i) adoptar una visión retrospectiva, mediante la cual simplemente buscará dirimir la controversia al momento en que esta ocurrió, analizando el caso como un juego de suma cero y asumiendo la tarea de distribuir pérdidas y ganancias mediante juicios de equidad; o, (ii) adoptar una visión prospectiva, que lo llevará a preguntarse por la regla que sería razonable que existiese *ex ante* la ocurrencia de los hechos. De esta manera el juzgador se situará en una posición *ex ante* respecto de los hechos, pudiendo ver la transacción como un juego de suma positivo en el que todos pueden ganar y, en consecuencia, en lugar de sentirse inclinado a redistribuir equitativamente lo que está en juego, se sentirá inclinado a propiciar aquellos ajustes que prospectivamente puedan generar el resultado más eficiente. Mediante una visión prospectiva del caso, que es la que consideramos correcta, “(e)l resultado estará muy próximo a aquel que de antemano habrán pactado las partes de la transacción, cuyo interés -nos referimos naturalmente al interés común- se asocia a la creación del mayor *surplus* posible”. Sin embargo, el autor deja constancia que en la cultura tradicional de nuestros jueces prevalece la visión retrospectiva. Los jueces -según Paz-Ares- tienden a considerar que su función primordial es dirimir un conflicto y, por esa razón, suelen adoptar una visión retrospectiva del caso. De esta manera, “(l)a transacción sobre la que han de pronunciarse es vista así como un juego de suma cero, en la que a ellos les compete la tarea de distribuir pérdidas y ganancias. No es de extrañar por

razonamiento necesariamente nos llevará a fórmulas de maximización de intereses⁽⁴¹⁾, pues, si asumimos -como señala Paz-Ares recogiendo un postulado básico de la teoría económica- que el contrato es un “esquema de cooperación racional para la ventaja mutua”⁽⁴²⁾, las lagunas que ofrezca deben ser cubiertas imaginando los términos de un convenio racional hipotético entre las partes a través de la determinación del contenido *ex ante* del contrato.

La cláusula normativa general del interés social se convierte así en una regla general de integración contractual, es decir, una regla para completar el contrato de sociedad de acuerdo con lo que los accionistas habrían pactado para resolver sus conflictos si los hubieran previsto en el momento de celebrar el contrato⁽⁴³⁾. En el contrato de sociedad, los accionistas fundadores no pueden establecer *ex ante*, de modo preciso, todos los derechos y obligaciones que en cada caso afectarán a accionistas y administradores durante el tiempo duración de la sociedad. Por otra parte, aunque pudieran negociar contratos más completos, ello no parecería conveniente para las exigencias del dinamismo y flexibilidad inherentes a la actividad desarrollada por los órganos sociales. En este contexto, se hace necesario que el contrato de sociedad y las normas de Derecho Societario atribuyan capacidad de decisión a los accionistas y administradores para que vayan supliendo, en el momento oportuno, las necesidades normativas a medida que vayan surgiendo. La falta de regulación *ex ante* determinará un mayor riesgo de comportamientos oportunistas de las partes *ex post*. Ante esta situación, el Derecho Societario vendría a suplir el esfuerzo negociador de las partes mediante la cláusula normativa general del interés social,

supliendo la voluntad de las partes con reglas que estas habrían pactado si los costos de hacerlo hubieran sido lo suficientemente bajos⁽⁴⁴⁾.

Cabe precisar que la Ley General de Sociedades no contiene una sola norma que nos indique que el interés social es uno distinto al interés de los accionistas. En efecto, los diversos artículos de la Ley General de Sociedades que hacen referencia a la cláusula normativa general del interés social (véase artículos 38, 71, 113, 115, 130, 133, 139, 167 y 180) simplemente esbozan una mención genérica al concepto sin entrar a delimitarlo, situación que resulta perfectamente comprensible si se entiende la verdadera naturaleza del interés social como cláusula normativa general. Ello, siguiendo la línea de lo expuesto, no nos permite otra interpretación que no sea entender a la cláusula normativa general del interés social en función al interés de los accionistas. En efecto si los accionistas son los *stakeholders* que más fácilmente pueden ver expropiado su patrimonio por la actuación de los demás agentes y son los que tienen los incentivos correctos para maximizar el valor de la sociedad hay que enfocar claramente su situación y no permitir que quienes manejan la gestión societaria se liberen de sus responsabilidades permitiéndoles perseguir simultáneamente intereses contrapuestos⁽⁴⁵⁾.

Si entendemos el interés social en **sentido restringido** como un interés común a todos los accionistas, este interés no puede ser otro que la maximización del valor de su inversión. Esta posición, compartida por la mayoría de la doctrina⁽⁴⁶⁾, resulta plenamente acertada, no sólo por contar con una mayor justificación económica en comparación con cualquier otra teoría elaborada al

tanto que, colocados en esta perspectiva, los jueces se sientan inclinados a hacer juicios de equidad y de justicia distributiva y, por ello, a argumentar en sus sentencias con el fin de justificar una solución en la que han tomado partido a favor de aquella parte que, por una u otra razón, consideran con más mérito o con más necesidad”. Ver PAZ-ARES, Cándido. *Principio de eficiencia...*; p. 2844-50.

(41) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La ley, el Mercado...*; pp. 140-141.

(42) Ver PAZ-ARES, Cándido. *Principio de eficiencia...*; p. 2849.

(43) Cfr. ALFARO, Jesús. *Interés social y Derecho de Suscripción preferente...*; p. 18.

(44) *Ibid.*; pp. 23-25.

(45) Cfr. ALFARO, Jesús. *Imperialismo Económico...*; p. 944.

(46) En tal sentido, ver PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado...*; pp. 140-141; ALFARO, Jesús, *Imperialismo Económico...*; p. 944; SÁNCHEZ-CALERO, Juan. *Op. cit.*; p. 1725; TRÍAS SAGNIER, Miguel. *Op. cit.*; p. 220; pp. 70-78; SÁNCHEZ RUIZ, Mercedes. *Op. cit.*; pp. 65-66; DUQUE, Justino. *La tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*. Valladolid, 1957. p. 159; VILLEGAS, Carlos G. y Carlos M. VILLEGAS. *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas*. Primera edición. Madrid: Dykinson, 2001. pp. 108-116; CLARK, Robert. *Corporate Law*. Boston: Aspen Law and Business, 1986. p. 18; EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *Op. cit.*; p. 8-15; JENSEN, Michael. *Op. cit.*; p. 235; entre otros. En el Perú, aunque no de manera explícita sino más bien implícita, ver PAYET, José Antonio. *OPAs hostiles y medidas de protección*. En: *Ius et Veritas*. Número 23. 2001. pp. 107-127.

respecto, sino por responder a la función del Derecho Societario que busca la maximización del objetivo de las partes en el contrato de sociedad mediante la elaboración de una estructura para la toma de decisiones que permita a los administradores discrecionalidad para desarrollar sus capacidades en beneficio de los accionistas⁽⁴⁷⁾.

Como hemos observado, la cláusula normativa general del interés social como método de integración de las lagunas contractuales, nos obliga a descubrir la regla aplicable al caso reproduciendo el razonamiento que habrían adoptado las partes. Ello evidentemente nos lleva a recurrir a criterios de eficiencia para descubrir la opción que maximiza el beneficio derivado del caso en particular. Esta maximización del beneficio para los accionistas es equivalente al objetivo de maximizar el valor de la sociedad⁽⁴⁸⁾. Por ello, la maximización del valor de la sociedad será entonces la interpretación presumible del interés de los accionistas, es decir, la interpretación que cabe deducir del hecho que hayan constituido una sociedad sin haber pactado en el contrato de sociedad que el interés social estará representado por un interés distinto (i.e., interés de los trabajadores, trabajadores, administradores, proveedores, acreedores, público en general o cualquier otro interés que se les pudiera ocurrir)⁽⁴⁹⁾, toda vez que los accionistas, como sujetos

racionales, siempre buscarán la maximización del valor de su inversión.

Es necesario tener en cuenta que esta visión del interés social no supone que la sociedad deba desarrollar sus actividades en perjuicio de los demás *stakeholders*, buscando siempre el interés de los accionistas sin atender a sus obligaciones frente a quienes no ostentan tal categoría. En general, la tesis de la creación de valor para los accionistas nos lleva a entender que quienes asumen la gestión societaria -directores, gerentes o accionistas de control- y, en general, todos los órganos de la sociedad deben tomar aquellas decisiones que maximicen el valor de la sociedad y, por ende, satisfagan el interés de los accionistas, pero siempre cumpliendo con las obligaciones existentes frente a los demás grupos de interés. De lo que se trata es de demostrar -siguiendo a Juan Sánchez-Calero- "(q)ue la creación de valor para el accionista tiene efectos positivos para los demás titulares de intereses vinculados con la actividad empresarial"⁽⁵⁰⁾. Aunque la sociedad tenga numerosos deberes con los trabajadores, acreedores, proveedores, clientes y el público en general, son los accionistas quienes tienen el derecho a reclamar las rentas residuales de la sociedad, es decir, al remanente luego de cumplidas las obligaciones con todos los terceros y, por ende, los administradores tienen la obligación de maximizar

(47) Cándido Paz Ares proponiendo un esquema de la función del Derecho Societario señala: "a) desde el punto de vista de los fines, supone que el derecho de las sociedades tiene como objetivo la maximización del objetivo de las partes (eficiencia); b) desde el punto de vista de su contenido, que ha de formularse por el legislador e interpretarse y entenderse por los intérpretes tratando de reflejar o reproducir las expectativas de las partes (voluntad hipotética); c) desde el punto de vista de su naturaleza, que ha de ser básicamente contingente (dispositivo); y d) desde el punto de vista de sus pretensiones, que ha de ser moderado, es decir, consciente de que su fuerza de gobierno es intercambiable con otros mecanismos disciplinarios provistos por el mercado (ordenación privada)". Ver PAZ-ARES, Cándido. *¿Como hacemos y Cómo entendemos el Derecho de Sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)*. En: PAZ-ARES, Cándido (compilador). *Tratando de la Sociedad Limitada*. Fundación Cultural del Notariado, 1997. p. 205. Por su parte, Jesse Choper, John Coffee y Ronald Gilson señalan que la función del Derecho Societario es proporcionar una estructura para la toma de decisiones que otorga a los administradores la discreción necesaria para desarrollar sus capacidades en beneficio de los accionistas, estableciendo al mismo tiempo mecanismos de seguridad para aquellas situaciones en las que los administradores puedan utilizar esa discreción en beneficio propio. Ver CHOPER, Jesse y otros. *Cases and materials on Corporations*. Aspen Law and Business, 2000. p. 914, citado en PAYET, José Antonio. Op. cit.; p. 109.

(48) Ver ROSS, Stephen A. y otros. *Corporate Finance*. Tercera edición. Boston: Richard D. Irwin, 1993. pp. 415-416. Según Jensen, en este mundo un individuo está lo mejor que puede estar si su riqueza, medida por el valor presente descontado de sus demandas futuras, es maximizada. Por tanto, el objetivo social que maximiza el bienestar social se convierte en la maximización del valor de mercado total de la sociedad, pues indica a las sociedades que deberán expandir sus outputs e inversiones hasta el punto donde el valor de mercado de la sociedad es maximizado. Ver JENSEN, Michael. Op. cit.; p. 241. En el mismo sentido, Juan Sánchez-Calero ha señalado: "(r)eclamar de los administradores la creación de valor implica exigirles que el valor de la acción expresado a través del mercado bursátil reproduzca fielmente el valor máximo que cabe atribuir al patrimonio de la sociedad. Esto pasa por evitar inversiones poco rentables, como por obtener el máximo de valor posible. La existencia de una discrepancia entre el valor de la empresa y el valor de la acción se convierte en un motivo de censura hacia el administrador. El 'diferencial de valor' es una invitación a la sustitución de los gestores". Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1671.

(49) Cfr. ALFARO, Jesús. *Imperialismo Económico...*; p. 945.

(50) Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1675.

esas rentas residuales en lugar del interés cualquier otro *stakeholders*⁽⁵¹⁾.

Consideramos que no se debe pretender atribuirle una pluralidad valorativa a las normas que regulan situaciones jurídicas concretas -como la cláusula normativa general del interés social-, asumiendo que estas tutelan una multiplicidad de intereses. Menos aún en el caso de las normas de Derecho Societario que regulan la organización económica de los particulares mediante la elaboración de una estructura para la toma de decisiones en busca de la maximización del objetivo de las partes en el contrato de sociedad y que, por tanto, deben interpretarse en función del interés de estos particulares, que no son otros que los accionistas. El hecho que los trabajadores, acreedores, consumidores, medio ambiente y en general cualquier *stakeholder*, requieran de una tutela especial por parte del ordenamiento jurídico no debe hacernos suponer que es a través del Derecho Societario que deberá brindárseles tal protección, pues para ello tenemos las normas de Derecho Civil, Derecho Laboral, Protección al Consumidor, Derecho Ambiental, entre otras, que son las indicadas para reglamentar estas relaciones. Lo que se pretende dejar en claro -en la línea de Jesús Alfaro- es que la creación de valor para los accionistas "(e)s una directriz para los administradores en aquellos ámbitos de su actividad en los que no existan reglas que les impongan un comportamiento concreto, reglas que incluyen, naturalmente, las que regulan las relaciones contractuales y extracontractuales de la sociedad con los trabajadores y demás acreedores y con terceros"⁽⁵²⁾.

Podemos concluir entonces que jurídicamente el interés social vendría a ser una cláusula normativa general que el Derecho pone a disposición de las partes para llenar las lagunas contractuales dejadas en el contrato de sociedad debido a la existencia de costos de transacción y que obliga a los juzgadores a adoptar una visión prospectiva del caso concreto,

reconstruyendo la voluntad de las partes *ex ante* la ocurrencia de los hechos para tratar de llenar los vacíos dejados en el contrato de sociedad. Este razonamiento no puede conducir a otra conclusión que no sea la consistente en maximizar el valor de la "organización" común creada por el contrato de sociedad. Sin embargo, el objetivo de maximizar el valor para los accionistas, deberá respetar siempre las obligaciones legales o contractuales que la sociedad tenga frente a los demás *stakeholders*.

4. La racionalidad económica de la cláusula normativa general del interés social en función a la creación de valor para los accionistas.

Desde el punto de vista económico adoptar una visión de la cláusula normativa general del interés social en función a la creación de valor para los accionistas es aquella solución que más nos acerca al óptimo de eficiencia perseguido, pues contribuye a una mejor asignación de recursos dentro de la sociedad al permitir que estos se trasladen hacia quienes mejor los valoran. El fundamento detrás de este razonamiento -según Jensen- es que cuando una empresa produce un *output* o conjunto de *outputs* que son valuados por los consumidores a un mayor valor que los *inputs* que utiliza la empresa (según el valor atribuido por los proveedores) en dicha producción, necesariamente se generan beneficios sociales, pues cuando una empresa adquiere una unidad adicional de algún *input* para producir una unidad adicional de cualquier *output*, se incrementa el bienestar social al menos por la cantidad de la utilidad obtenida que resulta de la diferencia entre el valor del *output* y el costo de los *inputs* requeridos para su producción. En tal sentido, la tesis a favor de la maximización de valor de la empresa, como reflejo del interés social, es importante porque permite bajo ciertas condiciones, dadas por la ausencia de externalidades y monopolios, el incremento del bienestar social⁽⁵³⁾.

(51) Según Clark, esta enunciación -maximizar el valor de la empresa- no puede dar pie a la incorrecta interpretación por quienes han entendido que este postulado significa que las sociedades están incentivadas a centrarse sólo en resultados de corto plazo e ignorar el planeamiento hacia el futuro. Esto, según señala Clark, representa un serio error conceptual. En la medida que el valor de las acciones de la empresa depende del valor presente descontado de sus rendimientos esperados en el futuro y el valor de mercado de la empresa depende en una buena parte de sus proyectos futuros, tal y como los perciben los inversionistas, los administradores que pretendan maximizar el valor de mercado de las acciones de su empresa tomaran en consideración los probables resultados de las actividades de la empresa tanto a largo como a corto plazo. Ver CLARK, Robert. Op. cit.; p. 18.

(52) Ver ALFARO, Jesús *Imperialismo Económico...*; p. 945.

(53) Ver JENSEN, Michael. Op. cit.; pp. 239-240.

Asimismo entender a la cláusula normativa general del interés social en función a la maximización de valor contribuye al incremento de la eficiencia productiva de la empresa, toda vez que una empresa que maximiza sus rendimientos tiende a producir hasta el punto en que los precios igualan los costos marginales, que es el punto donde la producción de una unidad adicional de *output* entraña dispendio o devastación de recursos, puesto que su costo es mayor que su valor, es decir, que el precio que los consumidores están dispuestos a pagar⁽⁵⁴⁾.

Ahora bien, además de contribuir al incremento del bienestar social y a mejorar la eficiencia productiva de las empresas, el *Informe Olivencia*⁽⁵⁵⁾ ha expuesto tres razones adicionales que justifican la adopción de una visión de la cláusula normativa general del interés social en función a la creación de valor para los accionistas las que consideramos pertinente comentar a continuación, a saber: (i) la competencia internacional existente en los mercados financieros por la captación de inversión que lleva a las sociedades a ofrecerle a los inversionistas formulas que aseguren la maximización del valor de su inversión; (ii) la urgencia de proporcionar a los administradores una directriz neta y clara que facilite la adopción de decisiones y la evaluación de

sus prestaciones; y, (iii) la necesidad acomodar el diseño de la organización de las empresas a los incentivos y riesgos que afectan a las partes.

4.1. Competencia entre los mercados financieros.

Es preciso entender que en la actualidad, debido a la competencia existente entre los diversos mercados financieros por la captación de inversión, resulta difícil que puedan sobrevivir sociedades o países cuyas sociedades se guíen bajo otros criterios que no sean la maximización de beneficios para los accionistas, pues la inversión siempre se desplazará hacia aquellas sociedades que prometan un mayor rendimiento esperado⁽⁵⁶⁾. En tal sentido, una incorrecta determinación del interés social tendría dos efectos económicos claramente marcados: el primero, al que denominaremos efecto “*micro*”, representa el efecto que esta situación tendría sobre las sociedades en sí mismas; y el segundo, al que definiremos como efecto “*macro*”, hace referencia a los efectos de la determinación del interés social sobre el país en general, específicamente, sobre el mercado de valores⁽⁵⁷⁾. Estos dos efectos serán analizados partiendo de la premisa que los inversionistas que actúan en los mercados financieros siempre lo harán racionalmente⁽⁵⁸⁾ y, por

(54) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado...*; p. 140.

(55) Ver COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES. *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (en adelante, *Informe Olivencia*). En: ESTEBAN VELASCO, Gaudencio (coordinador). Op. cit.; p. 713.

(56) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado...*; p. 140. El rendimiento esperado no es otra cosa que una medida de retorno que usa conceptos de probabilidad para incorporar al cálculo el riesgo de la incertidumbre del resultado final. De esta manera, el retorno de una inversión está dado por el promedio ponderado de todos los posibles resultados (sumatoria de los resultados probables multiplicada por su probabilidad). Ver COFFEE, John C. y William A KLEIN. Op. cit.; pp. 227-228. El rendimiento se puede dividir en dos partes: una dependiente (por ejemplo, perfectamente correlacionada); y, otra independiente (por ejemplo, no correlacionada) al rendimiento del mercado. El primer componente del rendimiento es usualmente referido como rendimiento “sistemático” y el segundo como “no-sistemático”. Como el rendimiento sistemático es perfectamente correlacionado con el rendimiento de mercado, puede ser expresado como un factor, denominado beta ($\hat{\alpha}$), multiplicado por el rendimiento de mercado, R_m . El rendimiento no-sistemático, que es independiente de los rendimientos de mercado, es usualmente representado por un factor epsilon ($\hat{\alpha}'$). Consecuentemente, el rendimiento del valor, R , puede ser expresado como: $R = \hat{\alpha} R_m + \hat{\alpha}'$. Por ejemplo, si un valor tiene un $\hat{\alpha}$ de 2.0 (ejemplo, la acción de una aerolínea), entonces un rendimiento de mercado de 10 por ciento generará un rendimiento sistemático por ese valor de 20 por ciento. El rendimiento total del valor por el periodo será el 20 por ciento más un componente no-sistémico el cual dependerá de factores relativos a la sociedad como dificultades laborales, mayores expectativas de ventas, etcétera. Ver MODIGLIANI, Franco y Gerald POGUE. *An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence*. En: *Financial Analysts Journal*. Número 78. 1974. pp. 76-77.

(57) En la misma línea se encuentra Juan Sánchez-Calero quien señala que “(l)as sociedades cotizadas se desenvuelven en una doble competencia: la que despliegan frente a otras sociedades a hora de atraer inversión y la que se produce entre los mercados”. Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1694. Agrega el citado autor que “(e)l funcionamiento actual de los mercados de valores se caracteriza por una competencia entre las sociedades a la hora de atraer esa inversión institucional. La regulación de los mercados juega también una importante función, en especial si se considera que estamos ante una competencia que excede del ámbito de los mercados domésticos o nacionales y que se plantea en el plano internacional o globalizado, en función de la generalización de la libre circulación de capitales”.

(58) La racionalidad del comportamiento humano está basada en la conducta maximizadora de los individuos y supone la capacidad que posee cada uno para evaluar las diferentes alternativas que tiene a su alcance y elegir aquella que maximiza su satisfacción. Este modelo está basado en unos cuantos principios del comportamiento humano: (i) cada persona tiene sus

tanto, buscarán maximizar el valor de su inversión. Es decir, los inversionistas adquirirán aquellos instrumentos de capital que les permitan obtener el mayor rendimiento posible en comparación con el riesgo sistemático⁽⁵⁹⁾ que asumirán por el hecho de intercambiar su dinero por el instrumento financiero adquirido. Asimismo, aplicaremos el principio fundamental para la valuación de instrumentos financieros que teoriza que el precio de un instrumento financiero cambia en dirección opuesta a la variación de la tasa de rendimiento demandada por el mercado para este tipo de instrumentos, y por lo tanto, cualquier aumento -disminución- del rendimiento esperado, *certeris paribus*, disminuye -aumenta- el valor presente del flujo de fondos de efectivo del activo y, por ende, el precio del mismo en el mercado financiero.

Desde el punto de vista *micro*, aquellas sociedades que ofrezcan a los inversionistas una determinación del interés social distinta a aquella que satisface su propio interés -representado por el incremento del valor de su inversión- estarían desincentivándolos de invertir en ellas. Cualquier visión del interés social distinta a la maximización del valor de la sociedad supondría un aumento en el riesgo asumido por los inversionistas, pues no se les estaría asegurando que el objetivo que persigue

la sociedad ni las directrices que deberán seguir los administradores estarán encaminadas a satisfacer su interés. Al aumentar el riesgo inherente a los instrumentos emitidos por estas sociedades, la tasa de rendimiento esperado demandada por los inversionistas aumentaría y, por tanto, disminuiría el valor presente del flujo de fondos de efectivo de dicho instrumento, resultando en una reducción del precio del mismo en el mercado financiero. Estos capitales serían desplazados hacia aquellas sociedades que ofrezcan a los inversionistas la seguridad de que el interés social y, consecuentemente, las pautas que deberán seguir sus distintos órganos societarios, estarán encaminadas a maximizar el valor de su inversión, situación que sólo será posible adoptando una visión de la cláusula normativa general del interés social en términos de la maximización de beneficios para los accionistas. En efecto, las expectativas de los inversionistas se centran en la percepción de un rendimiento por el instrumento adquirido lo cual -según Juan Sánchez-Calero- obliga a "(1)os administradores de las sociedades que han sido o pretenden ser beneficiarias de esa inversión, a orientar la gestión a la constante revalorización o retribución de los valores en los que se ha traducido dicha inversión, bajo la amenaza evidente de que,

preferencias; (ii) esta misma persona es capaz de ordenar sus preferencias con un orden específico; y, (iii) las personas escogen la opción que maximiza su satisfacción. Ver BECKER, Gary S. *Nobel lecture: The economic way of looking at behaviour*. En: *The Journal of Political Economy*. Número 101. Tomo 3. Junio 1993. pp. 385-409, para una versión en español, ver BECKER, Gary. *Un enfoque al comportamiento humano*. Traducción al español. En: *Información Comercial Española*. Madrid, 1980. Podríamos afirmar incluso que la conducta de los inversionistas en los mercados financieros es aquella que más se asemeja al paradigma del *homo economicus* formulado por Gary Becker. En efecto, los inversionistas en los mercados financieros siempre actúan racionalmente evaluando las diferentes alternativas de inversión que tienen a su alcance para elegir aquella que maximiza el rendimiento esperado de su inversión. En tal sentido, no consideramos que puedan serle aplicables a los inversionistas las teorías sobre el "Behavioral Economics", que consideran que la elección racional falla por errores cognitivos y distorsiones motivacionales. Ver SUNSTEIN, Cass R. *Behavioral Analysis of Law*. En: *University of Chicago Law Review*. Número 62, 1997. pp. 1175-1176. Los inversionistas siempre actuarán racionalmente y, difícilmente sus decisiones se encontrarán afectadas por factores distintos a la maximización del valor de su inversión, representada por un incremento en el rendimiento esperado o por una disminución del riesgo asociado a su inversión. En la misma línea encontramos al profesor Sánchez-Calero quien señala: "(n)o es discutible que en la sociedad cotizada el accionista es un inversor que actúa bajo el principio de rentabilidad, con independencia de que tal criterio opere desde perspectivas más o menos complejas en atención al perfil concreto de cada inversor. Es un criterio de pura conveniencia económica el que persigue el accionista, quien busca una inversión rentable ya sea por la vía de los dividendos, de la evolución de la cotización bursátil o, en fin, pudiendo desprenderse de su participación en condiciones más ventajosas respecto a la originaria inversión". Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; pp. 1698-99.

- (59) El riesgo sistemático de una acción es la porción de su riesgo total (desviación estándar del rendimiento) que no puede ser eliminada combinándolo con otros valores en un portafolio bien diversificado. De esta manera, el riesgo sistemático de una acción es equivalente a su beta ($\hat{\alpha}$) por la desviación estándar del rendimiento de mercado ($?m$). Como el riesgo sistemático de una acción es igual al beta de dicha acción por el $?m$ (común a todas las acciones), el beta es útil como una medida relativa del riesgo. El beta proporciona el riesgo sistemático de una acción (o portafolio) relacionado con el riesgo del índice de mercado. Consecuentemente es usualmente conveniente hablar de riesgo sistemático en términos relativos (por ejemplo, en términos de $\hat{\alpha}$ antes que $\hat{\alpha} \times ?m$). Como el riesgo no-sistemático es relativamente fácil de eliminar, no debemos esperar que el mercado ofrezca una prima por riesgo a quien lo asuma. Además, como el riesgo sistemático de un valor es igual al beta del valor por el $?m$ (común a todos los valores), el beta es útil como una medida relativa del riesgo. Ver MODIGLIANI, Franco y Gerald POGUE, Op. cit.; pp. 77-79.

con la misma inspiración y rapidez con la que llegó a producirse aquella inversión, pueda ser desecha”⁽⁶⁰⁾.

Por su parte, desde un enfoque *macro*, entender al interés social de una manera distinta a la creación de valor para los accionistas, sería evidentemente perjudicial para el desarrollo de nuestro mercado de valores, pues las sociedades cotizadas peruanas no podrían competir con aquellas que coticen en mercados que entiendan el interés social en términos de la maximización del valor de la inversión de los accionistas. Si concebimos el interés social como un interés autónomo de la sociedad o el interés de cualquier otro *stakeholder* distinto a los accionistas, la demanda por los instrumentos de capital se desplazaría hacia aquellos mercados que ofrezcan un objetivo en términos de la creación de valor para los accionistas.

Es obvio que los inversionistas preferirán aquellos instrumentos de capital que les ofrezcan un mayor rendimiento esperado con relación al riesgo sistemático que tendrían que asumir por adquirirlos. Una visión del interés social distinta a la maximización de valor para los accionistas nos aleja de este objetivo, pues disminuye el rendimiento esperado, en la medida que los inversionistas no tendrían la certeza de que el manejo de la empresa estará encaminado a maximizar su inversión, a la

vez que aumenta el riesgo, pues al no existir una directriz clara sobre el objetivo que persiguen las sociedades ni sobre las directrices que deberán seguir sus distintos órganos el riesgo de manejos ineficientes se incrementa.

De esta manera, si se adopta una visión del interés social distinta a la maximización del valor de la sociedad, al incrementarse el riesgo no diversificable de las acciones, el efecto inmediato sería una disminución en la demanda por estos instrumentos, salvo que el aumento del riesgo sea compensado con un incremento en el rendimiento esperado ofrecido por la sociedad que satisfaga las expectativas de los inversionistas, situación que podría elevar demasiado el costo del capital⁽⁶¹⁾⁽⁶²⁾. Esta demanda, en la medida que estaría insatisfecha, se desplazaría hacia aquellos mercados cuya oferta represente instrumentos de capital emitidos por sociedades que tutelen el interés maximizador de los inversionistas. En tal sentido, como país, ofrecerle a los inversionistas una determinación del interés social distinta a la maximización de beneficios para los accionistas, sería perjudicial pues evidentemente se les estaría desincentivando para invertir en estas sociedades y esta inversión sería desplazada hacia aquellos mercados que ofrezcan una visión del interés social en términos de la maximización beneficios⁽⁶³⁾.

(60) Como bien ha hecho se ha hecho notar, los inversionistas “(a)bandonarían el capital de una sociedad cotizada en busca de acciones o valores ofrecidos por otras sociedades cotizadas que aseguren o, cuando menos, prometan una retribución y revalorización mayor de la acción. De ahí que se diga que las sociedades cotizadas se desenvuelven en un entorno competitivo, pues lo cierto es que la única forma para asegurar la permanencia de esos grandes inversores consiste en ocupar un lugar destacado en los *rankings* de rentabilidad. La obsesión de los administradores por retener a esos inversores cualificados (tanto por la cuantía de su inversión, como por los efectos orientadores que sus decisiones tienen sobre los demás inversores) pasa por ofrecer de manera constante y creciente un mayor valor para la empresa”. Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1694.

(61) Para quienes no están familiarizados con el concepto, el costo de capital o WACC (Weighted Average Cost of Capital) indica el costo de capital general de una sociedad y resulta de un promedio ponderado del costo de los diversos componentes de su estructura de capital -deuda (*debt*) y patrimonio (*equity*). Es un concepto antagónico al rendimiento esperado (supra nota 56), ya que es evidente que la combinación de los instrumentos de capital y deuda que emite la sociedad es la contraparte de su costo de financiamiento. Ver ROSS, Stephen A. y otros. Op. cit.; pp. 415-416. El efecto del WACC en el valor de la sociedad es que el valor de esta se verá maximizado cuando el WACC es minimizado, es decir, el WACC es inversamente proporcional al valor de la sociedad. Podemos identificar los siguientes aspectos relevantes sobre el costo de capital: (i) es el costo de oportunidad relevante para contrastar las decisiones de inversión que tengan un riesgo similar a los proyectos actuales de la empresa; (ii) es una medida ponderada de los rendimientos esperados que los inversores tienen de los instrumentos emitidos por la empresa; (iii) está relacionado con el beta de los activos de la empresa o de sus proyectos y no coincide necesariamente con el beta de sus acciones ordinarias; y, (iv) cuando cambia la estructura de capital, cambia el riesgo y el rendimiento esperado de sus respectivos instrumentos. Ver VILLEGAS, Carlos G. y Carlos M. VILLEGAS. Op. cit.; pp. 164-168.

(62) Cfr. VILLEGAS, Carlos G. y Carlos M. VILLEGAS. Op. cit.; pp. 210-211.

(63) Juan Sánchez-Calero puntualizado la necesidad de una visión eficientista del interés social para promover el mercado de valores indicando lo siguiente: “(d)esde el punto de vista económico, parece razonable recomendar a las sociedades cotizadas españolas adoptar un criterio de gestión y de construcción del interés social competitivo, es decir, capaz de convertir sus valores en un objeto tan atractivo para la inversión como lo pueden ser los que en otros mercados pueden ofrecer las sociedades que allí cotizan”. Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1696.

Esta premisa se torna más importante aún en países en vías de desarrollo como el Perú cuyos niveles de riesgo sistemático, son considerablemente elevados y, por tanto, exigen que las sociedades cotizadas ofrezcan un mayor retorno a los inversionistas por los instrumentos financieros de participación en el capital social que emitan⁽⁶⁴⁾. En efecto, como hemos señalado, el precio de un instrumento financiero cambia en dirección opuesta al cambio de la tasa de rendimiento esperado requerida por el mercado para su adquisición y, por lo tanto, cualquier aumento del rendimiento requerido disminuirá el precio del instrumento en el mercado financiero. Por ende, si aumenta el riesgo por invertir en el mercado de valores peruano, como consecuencia de no adoptar una visión del interés social en términos de la creación de valor por los accionistas, aumentará también la tasa de rendimiento esperado demandada por los inversionistas y, por tanto, disminuirá el precio los instrumentos en el mercado financiero. Ello resultará finalmente en una disminución de su demanda que sólo podría ser revertida si este aumento del riesgo y del rendimiento requerido por el mercado, es compensado con un mayor rendimiento esperado ofrecido por la sociedad, lo cual como hemos señalado elevaría demasiado el costo de capital.

Por esto, si además de tener que compensar el riesgo sistemático inherente a las inversiones en el país, se acepta que el interés social de las sociedades cotizadas peruanas no es la creación de valor para los accionistas, se estaría aumentando el riesgo inherente a las inversiones y, consecuentemente, el costo del capital de la sociedad, pues los proveedores de financiamiento exigirían un mayor rendimiento para compensar los riesgos asociados a su inversión. En efecto, para compensar la caída de la demanda por instrumentos de capital será necesario que la sociedad mejore el precio de sus instrumentos aumentando su rendimiento esperado. Como el costo de capital está compuesto por promedio ponderado del costo de los diversos componentes de la estructura de capital de la sociedad, entender el interés social de una manera que no alinee los

intereses de los órganos societarios con los intereses propios de los accionistas, de manera que sus decisiones estén guiadas por el principio de maximización de ganancias, será necesariamente reflejada un aumento del costo de capital. De esta manera, aceptar el principio de creación de valor para los accionistas como directriz para la actuación de los diversos órganos societarios tendría un efecto reductor del costo del capital de la sociedad, consecuentemente aumentándose el valor de la misma.

En tal sentido, para contribuir a que nuestro mercado de valores desarrolle una mayor demanda por instrumentos de capital se debe asegurar a los inversionistas que la cláusula normativa general del interés social será un método de integración de las lagunas del contrato de sociedad que represente su interés en maximizar el valor de su inversión. Sólo esta visión garantizará al mercado que el objetivo de las sociedades -consecuentemente, las decisiones de sus administradores- estará encaminado a satisfacer el interés de quienes invierten en ellas. Entender el interés social de esta manera es la mejor forma de dar una señal al mercado que las sociedades cotizadas siempre buscarán satisfacer las expectativas de quienes invierten en ellas, reduciéndose el riesgo inherente a la inversión y mejorándose los mecanismos de monitoreo existentes para reducir los problema de agencia entre el grupo de control y los administradores -quienes tienen a su cargo la administración y gestión directa de la sociedad- y los demás accionistas minoritarios que no pueden influir en la gestión societaria, pero que se ven afectados por las decisiones de aquellos que ejercen el control. De esta manera, se reducirá el riesgo inherente a las inversiones en instrumentos de capital emitidos por las sociedades cotizadas peruanas y, consecuentemente, se disminuirá su costo de capital.

4.2. Necesidad de delimitar claramente las directrices que deberán seguir los distintos órganos de la sociedad en el ejercicio de sus funciones.

(64) Al respecto, resulta interesante destacar los resultados a los que arribaron La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny sobre el sistema de enforcement peruano. Los autores señalan que, por ejemplo: (i) en lo que respecta a la eficiencia e integridad del sistema judicial como ambiente legal que afecta a los negocios, particularmente de empresas extranjeras, el Perú tiene un puntaje de 6.75 sobre 10; (ii) en la calidad de las leyes y el orden legal el índice es 2.50 sobre 10; (iii) el índice de corrupción dentro del gobierno es 4.70, siendo 0 el puntaje perfecto; (iv) el índice de los riesgos de expropiación es de 5.54, siendo 0 el puntaje perfecto; y, por último (v) el índice de los riesgos a modificaciones a los contratos es de 4.68 correspondiendo 0 a los países con mayor riesgo. Ver LA PORTA, Rafael y otros. Op. cit.; p. 1143.

La actividad de los administradores está regida por los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad⁽⁶⁵⁾. Estos deberes, al igual que la cláusula normativa general del interés social, buscan cubrir las lagunas dejadas en el contrato de sociedad. Los deberes fiduciarios contienen directivas que buscan reducir los conflictos de intereses entre administradores y accionistas creando restricciones a la conducta oportunista de los administradores y buscando alinear sus propios intereses con el interés de los accionistas. Sin embargo, para su delimitación es necesario tener una determinación clara del objetivo que persigue la sociedad y qué intereses deberán tutelar los administradores en el ejercicio de sus funciones. Sin una clara determinación del interés a satisfacer por parte de los administradores, cualquier referencia a deberes de diligencia y lealtad carece de sentido. Por ello, resulta imprescindible una determinación clara y concreta del interés social la misma que, como hemos visto, no puede ser otra que la creación de valor para los accionistas. En efecto, entender a la cláusula normativa general del interés social en función de la creación de valor para los accionistas nos permitirá elaborar un correcto régimen de responsabilidad de los administradores el cual tendrá efectos positivos en

el valor de la sociedad, toda vez que el valor de la sociedad se maximiza cuando se minimizan los costos de transacción derivados de la definición, monitoreo y *enforcement* de los contratos en los que se descompone esta⁽⁶⁶⁾. Como expone el profesor Cándido Paz-Ares, un régimen de responsabilidad de los administradores “[p]ermite rebajar los costes de transacción derivados de la separación entre propiedad y gestión característica de la sociedad anónima y explicables en función de la divergencia de intereses que existe entre quienes aportan los recursos (los accionistas) y quienes los gestionan (los administradores). El régimen de responsabilidad reduce esos costes 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 -sus incumplimientos contractuales- sirve, en efecto, de mecanismo disuasorio para que los administradores gestionen la empresa de acuerdo con el interés de sus dueños”⁽⁶⁷⁾.

Consecuentemente, la formulación de la cláusula normativa general del interés social en términos de la maximización del valor de la sociedad proporcionará a los administradores una directriz

(65) Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad se encuentran consagrados en el artículo 171 de la Ley General de Sociedades, según el cual los “(d)irectores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal”. Al respecto, Cándido Paz-Ares ha señalado que “(e)l deber de cuidado -el deber de diligencia del ‘ordenado empresario’- exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa a fin de maximizar la producción de valor. El deber de lealtad -el deber de deber de proceder como un ‘representante leal’- requiere que los administradores antepongan los intereses de los accionistas a los suyos propios y que, por tanto, se minimice la redistribución del valor creado”. Ver PAZ-ARES, Cándido. *Deberes fiduciarios y responsabilidad de los administradores (Reflexiones para la reforma legal en Latinoamérica)*. En: *The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable* organizada por la OCDE en cooperación con el Banco Mundial. México, abril 2002. p. 2. Un claro ejemplo de trasgresión a los deberes fiduciarios por parte de los administradores es el caso de Enron Corp. El 2 de diciembre de 2001, Enron Corp., en ese entonces clasificada como la séptima empresa más grande de los Estados Unidos, solicitó protección federal contra la insolvencia alegando, entre otros, fraude financiero. El colapso de Enron dejó cientos de empleados sin trabajo y con la desgracia de ver sus pensiones de jubilación considerablemente disminuidas, así como también desapareció billones de dólares en valor para sus accionistas. En un informe elaborado por la Subcomisión de Investigaciones del Senado de los Estados Unidos, se planteó, en relación con la responsabilidad del Directorio en el colapso e insolvencia de Enron, que esta se debió principalmente a fallas en el cumplimiento de los deberes fiduciarios por parte de los directores. Según se precisa, el directorio de Enron falló en velar por los intereses de sus accionistas y contribuyó a su colapso, al permitir que Enron llevara contabilidad de alto riesgo; celebrara transacciones inapropiadas contra el interés de los accionistas; realizara actividad por billones de dólares no revelada fuera de los libros para hacer que su condición financiera apareciera mejor de lo que estaba, fallando en asegurar una pública transparencia; y otorgó a sus ejecutivos una excesiva compensación. Ver *The Role Of The Board Of Directors In Enron's Collapse*. Reporte Número 107-70 elaborado por el Subcomité Permanente en Investigaciones del Comité de Asuntos Gubernamentales de los Estados Unidos de América. En: <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/senpsi70802rpt.pdf>.

(66) Ver PAZ-ARES, Cándido. *Deberes fiduciarios...*; p. 5.

(67) *Ibid.*; pp. 5-6. El autor destaca que en la medida que nos hallamos ante una relación contractual -entre administradores y accionistas- regida por la lógica de la ventaja mutua, el grado óptimo de rigor del régimen de responsabilidad estará en un punto intermedio de todo el espectro de posibilidades, justamente en aquel punto en que se igualan el coste marginal que tiene para los administradores sujetarse a un determinado grado de responsabilidad y el beneficio marginal que depara a los accionistas el tener a los administradores sujetos a ese grado de responsabilidad. Ese es el punto de equilibrio en el que, estando las demás cosas igual (*certis paribus*), se maximiza el valor de la empresa.

neta y clara que facilitará la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones⁽⁶⁸⁾. Asimismo, permitirá evaluar la conducta de los accionistas - especialmente los de control- y determinar si es que sus decisiones en el marco del contrato de sociedad están de acuerdo con el interés social o han sido adoptadas en función de un interés propio de los accionistas de control. Por el contrario, una visión institucionalista -e inclusive una visión contractualista en **sentido amplio**- del interés social no cumpliría este objetivo, pues no aportaría una directriz clara para la actuación de los administradores de la sociedad quienes no tendrían un objetivo claro a seguir⁽⁶⁹⁾ y pudiendo siempre amparar la racionalidad de sus decisiones en la satisfacción del interés de un *stakeholder* distinto a los accionistas. Además, no proporcionaría un patrón para la conducta de los accionistas de control que permita evaluar la racionalidad de sus decisiones ante eventuales conflictos de interés con los accionistas minoritarios.

En efecto, utilizar los deberes fiduciarios para cualquier otro propósito distinto a la maximización de la riqueza de los accionistas desnaturalizaría su función al convertir los altos costos del monitoreo directo -la razón por la que los deberes fiduciarios son requeridos- en un escudo que prevendría que los accionistas controlen la conducta de los administradores⁽⁷⁰⁾. Consecuentemente, esta solución, podría servir como causa justificante para una administración ineficiente o para la adopción de acuerdos por parte de los accionistas de control

contrarios al interés de los accionistas inversores, situaciones que de ninguna manera pueden ser amparadas por el ordenamiento jurídico. Como ha precisado Juan Sánchez-Calero: "(i)nvocando la protección de intereses tales como los de los trabajadores o de los proveedores o clientes, con la consiguiente desatención hacia los intereses de los accionistas, se abre en muchas ocasiones la puerta a un debilitamiento de la empresa y de su competitividad que acaba poniendo en cuestión su propia continuidad. La experiencia demuestra que ese criterio 'social' ha terminado en reestructuraciones traumáticas o absorciones de la empresa por terceros"⁽⁷¹⁾.

De esta manera, una clara delimitación de la cláusula normativa general del interés social en función a un objetivo claro y concreto representado por la creación de valor para los accionistas, permitirá reducir el comportamiento oportunista de quienes controlan la gestión societaria, limitando el potencial expropiatorio por parte de los administradores de las rentas producidas por la sociedad que corresponden a los accionistas luego de cumplidas las demás obligaciones de la sociedad. Además, en el marco de las sociedades cotizadas peruanas, esta concepción del interés social facilitará la correcta evaluación de las decisiones de los accionistas de control para determinar si estas han sido adoptadas en detrimento del interés social y, por tanto, del interés de los accionistas inversores que sólo esperan obtener el mayor retorno posible por su

(68) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado...*; p. 141.

(69) Según Jensen, es lógicamente imposible maximizar más de un objetivo, por ello decirle a un administrador, por ejemplo, que maximice el valor de la sociedad y cualquier otro objetivo a la vez los deja sin posibilidad de tomar una decisión razonada. Ver JENSEN, Michael. Op. cit.; p. 238.

(70) Cfr. EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. Op. cit.; p. 93

(71) Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1674. En la misma línea, Robert Clark ha señalado que con un solo objetivo - como la maximización del valor de la sociedad- es más fácil de monitorear a los administradores que con un objetivo múltiple, vagamente definido, como sería la justa y razonable satisfacción de los intereses de todos los *stakeholders*. Así, precisa que es más fácil, por ejemplo, determinar si un administrador de una sociedad está haciendo lo que debería hacer en función a la creación de valor para los accionistas que determinar si el presidente de una universidad está haciendo aquello que le corresponde, pues este no tiene un interés en concreto que satisfacer. Ver CLARK, Robert. Op. cit.; p. 20. Similar postura adopta Juan Sánchez-Calero quien al comentar las visiones institucionalista y contractualista del interés social señala: "(p)artiendo de que, en la mayor parte de los casos, los intereses de los distintos grupos que se consideran legitimados se encuentra en abierta contradicción, una solución que pretende la satisfacción simultánea de todos ellos no se presenta como efectivamente aplicable. Su sola enunciación puede tener efectos balsámicos, mas su utilidad como criterio rector de la actuación de los administradores es escasa. Por el contrario, la claridad de la solución que opta por los accionistas como detentadores del interés social facilita la gestión". Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; pp. 1661-1662. Por último resultan destacables las palabras de Michael Jensen quien precisa que si las sociedades adoptan una visión institucionalista estarán disminuidas frente a la competencia por su supervivencia en el mercado, pues esta teoría politiza a la sociedad y deja a los administradores el poder para satisfacer sus propias preferencias al gastar los recursos de la sociedad. Esta concepción del interés social jugaría a favor de los administradores, pues les permitiría perseguir sus propios intereses a expensas de la sociedad y de todos los demandantes financieros (acreedores y accionistas) y, por tanto, aumentaría los costos de agencia. Ver JENSEN, Michael. Op. cit.; pp. 237 y 241.

inversión a través de la distribución de dividendos o ganancias de capital sobre el dinero invertido.

4.3. Diseño de la organización de las sociedades en los incentivos y riesgos de las partes.

Finalmente, entender que la cláusula normativa general del interés social representa el objetivo de crear valor para los accionistas es la manera más adecuada de acomodar el diseño de la organización de las sociedades a los incentivos y riesgos que asumen los diferentes *stakeholders*⁽⁷²⁾.

Los *stakeholders* efectúan inversiones específicas en la sociedad esperando obtener un rendimiento que cubra sus expectativas (por ejemplo, los accionistas invierten en instrumentos de capital esperando obtener dividendos o ganancias de capital; los acreedores invierten instrumentos de deuda esperando obtener como contraprestación el interés pactado; los trabajadores invierten su capital humano a cambio de una remuneración por su trabajo). Sin embargo, la conducta oportunista de las partes en el marco de estas relaciones de inversión específicas generan cuasi-rentas que no pueden ser asignadas eficientemente *ex ante* la decisión de inversión. En atención a ello, resulta necesario distribuir las rentas que genera la sociedad de una manera que se alineen los incentivos de las partes para la disminución de las conductas oportunistas y la generación de cuasi-rentas. De todos los *stakeholders* se afirma que los derechos residuales de control sobre los activos de la sociedad deben ser asignados a los accionistas, pues son estos en función de quienes deben establecerse los mayores incentivos para la inversión, por ser los *stakeholders* más vulnerables, y quienes tienen los mejores incentivos para adoptar las decisiones de inversión óptimas, toda vez que se apropiarían del íntegro de las rentas que genere la sociedad. De esta manera, se le debe conferir a los accionistas la titularidad de derechos residuales sobre los activos de la sociedad que les permitirán percibir una renta residual por sus inversiones, es decir, que les reconozcan el derecho a apropiarse del íntegro de las rentas generadas por la sociedad luego que la misma ha cumplido sus obligaciones con los demás *stakeholders*. Sin embargo, obtener esta renta residual trae consigo asumir también el riesgo residual de la sociedad, pues la satisfacción

del interés de los accionistas pasa por una previa satisfacción de aquello prometido a los demás *stakeholders*.

En efecto, los accionistas son los demandantes residuales (*residual claimholders*) de los ingresos de la sociedad -reciben la mayoría de los beneficios marginales y asumen la mayoría de los costos marginales de la gestión societaria-, pues la satisfacción de sus demandas pasa por la previa satisfacción de las demandas de los demás *stakeholders*, quienes además de tener prioridad para el cobro de sus acreencias, por lo general tienen demandas fijas (*fixed claims*) frente a la sociedad. Consecuentemente, como demandantes residuales, los accionistas tienen los incentivos apropiados para tomar decisiones correctas y, por tanto, es en función de quienes se debe interpretar la cláusula normativa general de interés social. Como la sociedad deberá realizar inversiones hasta que el beneficio marginal iguale el costo marginal, los accionistas -de todos los *stakeholders*- son quienes tienen los incentivos apropiados, pues el resto carecen de los incentivos correctos en la medida que, al tener demandas fijas sobre los activos de la sociedad, pueden recibir sólo un beneficio pequeño por las nuevas inversiones⁽⁷³⁾.

Por su parte, en el plano de la asunción de riesgos, encontramos cuatro razones fundamentales para explicar la atribución a los accionistas del control residual sobre los activos de la empresa y, por ende, para una interpretación de la cláusula general del interés social en función a la creación de valor para los accionistas⁽⁷⁴⁾. Primero, Frank Easterbrook y Daniel Fischel han resaltado que los acreedores están en mejor posición que los accionistas para negociar las condiciones que regirán su inversión en la sociedad, pues: (i) tienen la posibilidad de redactar contratos sumamente detallados concediéndose derechos para aprobar transacciones extremadamente riesgosas (por ejemplo los actos constitutivos de emisión de bonos, contratos de crédito bancario y demás instrumentos de préstamo contienen preceptos que definen ciertas condiciones creadoras de riesgo como preestablecidas y, consecuentemente, confieren poderes de aprobación a los acreedores sobre ciertas decisiones); y, (ii) la propia naturaleza de la deuda

(72) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *La Ley, el Mercado...*; p. 141.

(73) Ver EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. Op. cit.; pp. 67-70.

(74) Cfr. LEFORT, Fernando. *Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?* En: *Cuadernos de Economía*. Año II. Número 120. Agosto 2003. pp. 212-213.

que obliga a los administradores a recurrir a los mercados financieros por dinero, cuyo continuo monitoreo supone que si escogen los proyectos que crean excesivos riesgos o tienen rendimientos esperados bajos, deberán pagar más por el capital. Segundo, Oliver Williamson sostiene que los otros *stakeholders* tienen mejor capacidad de negociación *ex-post* sobre las cuasi-rentas generadas por la sociedad que los accionistas, porque normalmente la propiedad del activo productivo con el que ellos contribuyen a la sociedad permanece en su poder (por ejemplo, los trabajadores -oferentes de capital humano- pueden dejar la sociedad cuando quieran y llevarse el capital consigo)⁽⁷⁵⁾. Tercero, Raghuram Rajan y Luigi Zingales argumentan que los propietarios de activos en relaciones económicas bajo contratos incompletos tenderán a sub-especializar sus activos para evitar ser expropiados en el futuro. Bajo este punto de vista será óptimo que los proveedores de fondos entreguen sus activos a la sociedad, retengan el control residual sobre ellos y no participen directamente en la decisión de cuánto especializarlos. Es decir, los derechos residuales de control deben ser entregados a los accionistas para compensarlos por el hecho de que su inversión va a ser especializada para el beneficio de la sociedad⁽⁷⁶⁾. Cuarto, Eugene Fama y Michael Jensen sostienen que los accionistas de una sociedad tienen la ventaja respecto a otros *stakeholders* -no todos- de estar en una mejor capacidad de diversificar el riesgo sistemático generado por la propiedad de activos específicos en la sociedad y, por lo tanto, deberían cobrar menos por asumir ese riesgo que, por ejemplo, los proveedores de capital humano⁽⁷⁷⁾. Este razonamiento implica que es mejor asignar el derecho residuales sobre los flujos de caja a los accionistas.

5. La constitucionalidad de la creación de valor en el marco de una economía social de mercado.

Si bien en el Perú el debate sobre la constitucionalidad de la tesis de la creación de valor aún no se ha iniciado, cabe destacar que en España, a raíz de su consagración en el *Informe Olivencia*⁽⁷⁸⁾, se han forjado una serie de críticas que cuestionan la constitucionalidad un análisis eficientista del interés social enfocado exclusivamente como el interés común de los accionistas en maximizar el valor de su inversión en la sociedad. Fundamentalmente se ha señalado que esta visión del interés social es incompatible con la Constitución española y con el Estado social, consagrado en esta. El principal exponente de esta corriente de opinión es el profesor Alonso Ureba, quien señala que el interés social en términos de la creación de valor para los accionistas, bajo la máxima de la eficiencia económica “(r)esulta incompatible con el Estado social configurado en las reformas constitucionales europeas continentales posteriores a la segunda guerra. La nueva configuración de los derechos fundamentales económicos en el marco del Estado social, el nuevo marco de las relaciones entre sociedad y empresa, la superación del interés social como interés exclusivo del capital por el plural interés de la empresa, son hoy valores consolidados que inspiran el Derecho Mercantil derivado de la Constitución como un ‘Derecho Privado de nuevo sentido’”⁽⁷⁹⁾.

Cabe destacar que los sistemas económicos consagrados por las constituciones del Perú y España son bastante similares y ambos consagran lo que se conoce como una “economía social de mercado”⁽⁸⁰⁾. En tal orden de ideas nuestra intención

(75) Ver WILLIAMSON, Oliver citado en LEFORT, Fernando. Op. cit.; p. 212.

(76) Ver RAJAN, Raghuram y Luigi ZINGALES. *Financial dependence and growth*. En: *American Economic Review*. Número 88. 1998. pp. 559-586.

(77) Ver FAMA Eugene y Michael JENSEN. *Separation of ownership and control*. En: *Journal of Law and Economics*. Número 26. 1983. p. 308.

(78) El *Informe Olivencia* señala claramente: “(r)ecomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe 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”. Ver *Informe Olivencia*. p. 713.

(79) Ver UREBA, Alonso. *El Gobierno de las Grandes Empresas (Reforma legal versus Código de Conducta)*. En: ESTEBAN VELASCO, Gaudencio (coordinador). Op. cit.; pp. 105-106.

(80) Si bien el artículo 38 de la Constitución española “reconoce la libertad de empresa en el marco de una economía de mercado” y no específicamente de una economía social de mercado, el desarrollo doctrinario y jurisprudencial español se ha encargado de determinar que la “economía de mercado” a la que se hace referencia en la Constitución española es una “economía social de mercado”. Sin embargo, la economía social de mercado consagrada en la Constitución Económica española tiene un sesgo más intervencionista que el sistema social de mercado consagrado en la Constitución peruana, pues además de un

es descartar cualquier aplicación en nuestro medio de las críticas expuestas por el profesor Ureba y demostrar la perfecta coherencia de una visión del interés social en términos de la maximización de la inversión de los accionistas dentro del marco del artículo 58 de la Constitución Política de 1993 que consagra que la iniciativa privada es libre y “(s)e ejerce en una economía social de mercado”; del numeral 14 del artículo 2 de la Constitución que concede a los particulares el derecho para “(c)ontratar con fines lícitos, siempre que no contravengan leyes de orden público” y del artículo 62 que reconoce que “(l)a libertad de contratar garantiza que las partes puedan pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato”.

La economía social de mercado básicamente puede ser comprendida como un principio de organización de la vida económica de un país que tiene un significado jurídico dentro de lo que se conoce como la Constitución Económica, conformada por el conjunto de normas de rango constitucional mediante las cuales se establecen los principios que regirán la actividad económica de los particulares y el Estado, determinando las libertades, derechos, deberes y responsabilidades de aquellos en el ejercicio de dicha actividad⁽⁸¹⁾. Comúnmente se ha entendido que la economía social de mercado supone esencialmente el reconocimiento de la libre iniciativa privada, libre competencia y libertad de contratación, pero sin dejar de lado un sentido de justicia social y seguridad social que tutele un fin

redistributivo de la riqueza, asumiendo el Estado un rol subsidiario en la economía⁽⁸²⁾.

Sin perjuicio de nuestra reticencia a las excesivas actividades redistributivas por parte del Estado, consideramos que el reconocimiento y tutela del fin redistributivo dentro de una “economía social de mercado” deben ser correctamente entendidos para lograr un adecuado equilibrio entre la eficiencia y la justicia distributiva, buscando fundamentalmente la forma de aumentar el “tamaño del pastel”, pero tutelando también la manera como este será repartido⁽⁸³⁾. En tal orden de ideas, debe entenderse que la tutela del fin redistributivo en el marco de una “economía social de mercado” debe estar restringida a la actuación del Estado, regulada por normas de Derecho Público -por ejemplo a través de un sistema tributario eficiente que permita al Estado redistribuir recursos transfiriendo riqueza directa o indirectamente a los pobres⁽⁸⁴⁾-, y no a la actividad de los particulares, regulada por el Derecho Privado donde las decisiones económicas se remiten a los particulares, quienes, libremente, y coordinados por el sistema de precios, asignan los recursos sin la intervención centralizada coactiva del Estado. En ese sentido, el sistema de economía social de mercado, en su plano jurídico condice con una sociedad en la que el Estado deja en manos de los particulares la elección libre de sus fines y de los medios para alcanzarlos⁽⁸⁵⁾. La producción del Derecho Privado, como bien ha hecho notar

mayor reconocimiento al interés general como criterio orientador (artículos 40.1, 45.3, 51.1, 128.1, 128.2, 130.1, 131.1) existen una serie de limitaciones intrínsecas que no se encuentran contenidas en nuestra Constitución, con las que el constituyente español grava a los particulares en el ejercicio de sus derechos fundamentales: (i) la función social de la propiedad (artículo 33.2) y las exigencias de economía general y la planificación, respecto a la libertad de empresa (artículo 38). Ver RUIZ-RICO RUIZ, Gerardo. *La libertad de empresa en la Constitución Económica Española: especial referencia al principio de libre competencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. Número 215. 1995. pp. 228-233.

- (81) Ver FONT GALÁN, Juan Ignacio. *Constitución Económica y Derecho de la Competencia*. Madrid: Tecnos, 1987. pp. 131-135.
- (82) Ver RUBIO CORREA, Marcial. *Estudios sobre la Constitución Política de 1993*. Tomo II. Lima: Fondo Editorial Pontificia Universidad Católica del Perú, 1999. pp. 195-213.
- (83) Este conflicto que puede existir entre eficiencia y equidad ha sido expuesto por Mitchell Polisky para quien si con el fin de conseguir un “pastel” más grande se debe dividir este en una forma contraria a la equidad puede plantearse un conflicto entre estos dos principios si es que los beneficios no se pueden distribuir sin costos. Ver POLINSKY, Mitchell. *Introducción al Análisis Económico del Derecho*. Traducción al español. Primera edición. Barcelona: Ariel, 1985. pp. 19-23.
- (84) Se ha señalado que dentro de los sistemas de redistribución de la riqueza el sistema tributario es el más adecuado para alcanzar una eficiencia asignativa porque afecta de menor manera “el tamaño del pastel” y supone, en teoría, la forma menos costosa de redistribuir recursos. No se acepta sin embargo que a través del Derecho Privado, que en esencia tutela interés particulares, se persiga la redistribución de la riqueza, pues se entiende que en este ámbito el Derecho reconoce el interés propio de los particulares que está representado por la maximización de su bienestar, es decir esta guiado por un criterio de eficiencia. Para una aproximación bastante completa de la función de los sistemas tributarios en la redistribución de la riqueza, ver ZOLT, Eric M. *El Rol de los Sistemas Tributarios en los Programas de Reducción de la Pobreza*. Traducción al español. En: *Advocatus*. Nueva época. Número 6. Diciembre 2002. pp. 31-53.
- (85) Ver ALFARO. *Imperialismo económico...*; p. 959.

Cándido Paz-Ares, debe guiarse por el principio de eficiencia⁽⁸⁶⁾.

En esta línea de pensamiento, una función social de la cláusula normativa general del interés social que tutele a todos los *stakeholders*, no resulta apropiada dentro ordenamiento societario, ni tampoco es coherente con la función redistributiva que tutela la “economía social de mercado”⁽⁸⁷⁾. El Derecho Privado busca fundamentalmente reglamentar la actividad de los particulares bajo los principios fundamentales de la autonomía privada y libre iniciativa privada por lo que la se debe buscar aquella regla legal que maximice el beneficio derivado del intercambio objeto de regulación. Ello nos lleva evidentemente a un razonamiento eficientista al momento de determinar el alcance de las normas en el Derecho Privado que en nada afecta el fin redistributivo que debe perseguir el Estado. Es más, sólo este razonamiento nos va a permitir aumentar el “tamaño del pastel” y tutelar a su vez la manera como este será repartido. La eficiencia “(n)o sólo deviene así un principio de valor, sino que resulta el principio que mejor se compadece con los valores que presiden el Derecho Privado patrimonial de las sociedades occidentales”⁽⁸⁸⁾.

Dentro del ordenamiento constitucional peruano que consagra una “economía social de mercado”, el Derecho Privado -al igual que en el caso español-

se basa en los derechos fundamentales a la libre iniciativa privada, libre competencia y la libertad de contratación. Efectivamente, la Constitución de 1993 reconoce la libertad de los particulares para “(d)edicarse a la actividad económica de su preferencia, que comprende la producción o comercialización de bienes o la prestación de servicios”⁽⁸⁹⁾, así como la libertad para decidir autónomamente sobre sus propios fines y sobre los medios más adecuados para alcanzarlos de acuerdo a la cual los particulares tienen derecho a “(c)ontratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público” (numeral 10 del artículo 2 de la Constitución de 1993). En tal sentido, la autoreglamentación del interés de los particulares corresponderá a sus preferencias valorativas dentro del marco legal imperativo vigente al momento de contratar. La libertad para celebrar acuerdos -libertad de contratar- y para determinar su contenido -libertad contractual-, se constituyen así en uno de los instrumentos más eficientes que el Estado puede poner a disposición de los particulares para que conseguir jurídicamente sus fines⁽⁹⁰⁾. De esta manera, como bien señala Jesús Alfaro existe una correspondencia entre sociedad de Derecho Privado y economía de social de mercado, pues “(s)i el Estado renuncia a imponer sus fines a los individuos, no queda otra alternativa que no sea la primacía del

(86) Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *Principio de eficiencia...*; p. 2483.

(87) Michael Jensen ha resaltado que luego del fracaso de las economías socialistas, aquellos que quieren utilizar las fuerzas del mercado para redistribuir riqueza han asumido y empezado a defender la teoría institucionalista del interés social (*stakeholder theory of the firm*), pues esta teoría les otorga una cierta legitimidad política para acceder a las fuentes del poder de decisión dentro de las organizaciones, a la vez que priva a estas organizaciones de un sustento jurídico para rechazar esta intromisión. El resultado que buscan finalmente es aminorar los fundamentos que han sostenido a los mercados y el capitalismo para generar riqueza. Ver JENSEN, Michael. Op. cit.; p. 243.

(88) Ver ALFARO, Jesús. *Imperialismo económico...*; p. 963. Juan Sánchez-Calero se ha pronunciado sobre aquellas tendencias que buscan la responsabilidad social de las sociedades, precisando que “(l)a función de los administradores no es la de decidir que resulta mejor o más conveniente para los intereses de la sociedad. Esa corresponde a los poderes públicos, a través de la acción legislativa y judicial, pero para la que los administradores de la sociedades cotizadas no están legitimados. Es más, la responsabilidad social se convierte en muchas ocasiones en una útil coartada para una administración ineficiente. De acuerdo con estas opiniones, invocando la protección de intereses tales como los de los trabajadores o de los proveedores o clientes, con la consiguiente desatención hacia los intereses de los accionistas, se abre en muchas ocasiones la puerta a un debilitamiento de la empresa y de su competitividad que acaba poniendo en cuestión su propia continuidad. La experiencia demuestra que ese criterio ‘social’ ha terminado en reestructuraciones traumáticas o absorciones de la empresa por terceros”. Ver SÁNCHEZ-CALERO, Juan. Op. cit.; p. 1674.

(89) Definición del concepto de libre iniciativa privada, tomada del artículo 3 del Decreto Legislativo No. 757, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 13 de noviembre de 1991.

(90) Con referencia a la Constitución española, Jesús Alfaro ha señalado que “(e)l Derecho Privado así concebido entronca igualmente con otro término de la cláusula constitucional del artículo 10.1 CE: la dignidad humana. Un sistema jurídico respetuoso con la dignidad humana ha de tratar a los ciudadanos como personas responsables capaces de entender sus propias necesidades y de decidir lo que más les conviene para satisfacerlas, lo que restringe notablemente las posibilidades de actuación del Estado en este ámbito. (...) Es incompatible con la Constitución la imagen jurídica de ciudadanos incapaces de saber lo que les conviene y actuar para conseguirlo. Si el Estado dicta normas imperativas para regular las relaciones entre los particulares, parece obvio que desconfia de la autodeterminación de los particulares para tomar la correspondiente decisión”. Ver ALFARO, Jesús. *Imperialismo Económico...*; pp. 960-961.

mercado, porque la única forma de averiguar cuáles son los deseos y valores de los individuos es recurrir a su (auto) expresión a través del ejercicio de la libertad contractual y de la autonomía privada en general. En términos económicos, a través de las 'preferencias reveladas' que contribuyen a formar los precios de mercado que reflejan así las opciones de los individuos. Sin mercados, el Estado tendría que fijar los precios, lo que sería incompatible con el principio expuesto de primacía de los valores preferidos por los ciudadanos frente a los establecidos por el Estado"⁽⁹¹⁾.

Consecuentemente, atendiendo a la correcta interpretación de los preceptos constitucionales, la cláusula normativa general del interés social en el marco de la economía social de mercado consagrada en la Constitución de 1993 debe necesariamente reflejar el interés de las partes en el contrato de sociedad, interés que no puede ser otro que la creación de valor para los accionistas, pues como se ha afirmado: la eficiencia es principio que mejor se compadece con los valores que presiden el Derecho Privado patrimonial.

6. Recepción jurisprudencial de la cláusula normativa general del interés social como interés de los accionistas: el caso *Dodge v. Ford Motor Co.*

La inexistencia en el Perú de fallos judiciales sobre la configuración del interés social en el marco de las sociedades cotizadas, nos lleva necesariamente a remitirnos a la experiencia de los Estados Unidos de América, país que si bien cuenta con una estructura societaria fundamentalmente de

propiedad dispersa y está regulado por un sistema jurídico basado en el *common law*, sin lugar a dudas constituye un referente sumamente importante para nosotros por su desarrollo judicial en materias de Derecho Societario⁽⁹²⁾. Principalmente, la importancia de una remisión a la experiencia judicial de los Estados Unidos de América responde a la recepción jurisprudencial que ha tenido la cláusula normativa general del interés social en términos de la maximización del interés del accionistas.

En el año 1919 la Corte Suprema de Michigan resolvió el caso *Dodge v. Ford Motor Co.*⁽⁹³⁾, considerado tal vez uno de los fallos más importantes en todo el *case law* estadounidense en materias de Derecho Societario. Ford Motor Co. era una sociedad cerrada cuyo accionista mayoritario -titular de aproximadamente el 60 por ciento de las acciones comunes- era Henry Ford, quien a su vez ejercía el control sobre el directorio de la sociedad. John Francis y Horace Dodge, propietarios del 10 por ciento de las acciones comunes de Ford Motor Co., demandaron a esta empresa argumentado que Henry Ford no se preocupaba por el bienestar de los accionistas, pues había decidido suspender indefinidamente el pago de dividendos, pese a que en ese momento, la sociedad se encontraba en una extraordinaria situación económico-financiera, pues tenía \$132 000 000,00 en activos contra sólo aproximadamente \$18 000 000,00 en pasivos; una utilidad de \$112 000 000,00; un ingreso neto anual de \$60 000 000,00; y, aproximadamente \$54 000 000,00 en caja y bancos. El fundamento de defensa de Henry Ford fue que su objetivo era retener las utilidades para seguir invirtiendo y, de esa manera, fabricar autos más baratos, dar trabajo

(91) Ver ALFARO, Jesús. *Imperialismo económico...*; pp. 960-961.

(92) Cabe destacar que los críticos españoles del análisis económico del Derecho afirman su incompatibilidad con el Derecho continental por las diferencias existentes entre el *common law* y el *civil law*. Se señala que las "diferencias que impedirían trasladar ideas nacidas en el ambiente jurídico anglosajón al Derecho continental" por lo que según estos autores lo correcto hubiera sido recurrir a "países más próximos a nuestra cultura, sistema jurídico y realidad social y económica". Ver UREBA, Alonso. Op. cit.; p. 108. Sobre el particular se ha pronunciado extensamente Jesús Alfaro quien señala que "(a)mbos sistemas jurídicos convergen rápidamente y que en ambos se han modificado el papel del juez y del legislador en sentido contrario: ha aumentado la legitimidad del juez para crear Derecho privado en los países continentales a la vez que pierde protagonismo el legislador y, viceversa, ha aumentado el conjunto de sectores regulados por *statues* que se imponen a los jueces en el Derecho anglosajón". Agrega el citado autor que "(s)e ha señalado acertadamente que el diferente papel del juez en el *common law* y en el *civil law* según el cual el primero es un juez tecnocrático tratando de encontrar la regla apropiada entre un conjunto de precedentes, mientras que el segundo es un juez funcionario que interpreta y aplica normas estrictas y codificadas no se corresponde con la realidad y se apoya, a su vez, en cuatro concepciones equivocadas acerca del papel del precedente, el papel de la doctrina y el papel central de los Códigos en los países continentales. Esta centralidad del Derecho 'sólo existió en la mente de los comentaristas posteriores a la revolución francesa' y puede concluirse que 'los tribunales crean derecho en los países de Derecho Civil en la misma medida que en los países del '*common law*'". Ver ALFARO, Jesús. *Imperialismo económico...*; p. 931.

(93) Ver *Dodge v. Ford Motor Co.* 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919).

pagando buenas remuneraciones y solamente de manera incidental hacer dinero⁽⁹⁴⁾. Los hermanos Dodge, por el contrario, argumentaron que los accionistas eran los propietarios de la sociedad y que tenían el derecho de forzar a los directores a pagar dividendos sobre parte de las utilidades acumuladas.

Ante estos argumentos, la Corte Suprema de Michigan falló a favor de los hermanos Dodge obligando a Ford Motor Co. a pagar dividendos. La decisión se sustentó fundamentalmente en la siguiente cita:

“No debe existir confusión alguna entre los deberes que señor Ford concibe que él y los accionistas le deben al público en general y los deberes que él y sus co-directores tienen frente a los accionistas minoritarios. Una sociedad anónima está organizada y concebida fundamentalmente para las ganancias de los accionistas. Los poderes del directorio tienen que ser empleados para tal fin. La discreción de los directores debe ser ejercitada en la alternativa que se atenga a ese objetivo, y no se extiende a un cambio del objetivo en sí mismo, para la reducción de las ganancias o la no-distribución de las utilidades entre los accionistas para asignarlos a otros fines”⁽⁹⁵⁾.

El caso *Dodge v. Ford* es un claro ejemplo de un conflicto entre accionistas referido al interés que debía tutelar la sociedad -una visión cuasi-socialista del interés social por parte de Ford frente a una visión maximizadora del propio interés de los hermanos Dodge- donde la configuración del interés social entendida como la creación de valor para los accionistas sirvió finalmente a la corte para fallar a favor de los hermanos Dodge. En este caso, la corte determinó que los administradores de las sociedades anónimas manejan dinero de los accionistas y, por tanto, sus decisiones deben estar siempre encaminadas a satisfacer sus intereses. De esta manera, sin importar las loables intenciones de Henry Ford, la corte entendió correctamente que en las sociedades anónimas el interés que se persigue satisfacer es el interés de los accionistas y no el interés de cualquier otro *stakeholder*.

7. Conclusiones

La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas supone un método para la integración de la voluntad de las partes en el contrato de sociedad que no puede representar otro interés que no sea en de los accionistas en maximizar el valor de su inversión en la sociedad. Las justificaciones para una interpretación de este tipo están dadas tanto desde el punto de vista jurídico como económico y descartan cualquier enfoque del interés social como un interés autónomo de la sociedad en el cual convergerían los intereses de todos los *stakeholders*.

Somos de la opinión que no se debe pretender atribuirle un pluralidad valorativa a la cláusula normativa general del interés social, pues finalmente estaríamos deformando su esencia. Que duda cabe que la protección de todos los *stakeholders* es imprescindible para el desarrollo de las sociedades cotizadas peruanas y de la economía peruana en general. Sin embargo, para ello el ordenamiento jurídico proporciona diferentes remedios legales que tutelan intereses concretos de estos otros *stakeholders*. Estos remedios se encuentran contenidos en dispositivos específicos para cada materia y representan áreas del Derecho independientes al Derecho Societario (Derecho Civil, Laboral, Ambiental, Protección al Consumidor, entre otras). Antes que pretender que la cláusula normativa general del interés social tutele el interés de todos los *stakeholders*, sería conveniente replantear y reformular las normas ya previstas para su protección -tales como el principio de *favor debitoris* impregnado en múltiples normas de nuestro Código Civil- y buscar asegurar los mecanismos de *enforcement* de estas normas. Bien se ha hecho notar que cuando los derechos de los accionistas y acreedores están mejor protegidos por el ordenamiento jurídico, los inversionistas están dispuestos a pagar más por sus inversiones, pues reconocen que con una mejor protección legal, una mayor cantidad de los beneficios que produzca la

(94) Milton Friedman ha hecho notar que en este tipo casos, lo que sucede es que los ejecutivos estarían gastando el dinero de un tercero (accionistas) para satisfacer un interés social general, pues sus acciones en el marco de una “responsabilidad social” reducen el rendimiento para los accionistas y, por ende, implican que los administradores están -en realidad- gastando el dinero de los accionistas. Ver FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. En: *The New York Times Magazine*. 13 de septiembre de 1970.

(95) Ver *Dodge v. Ford Motor Co.* (traducción libre).

sociedad les serán entregados como dividendos o intereses, limitándose el potencial expropiatorio de quienes controlan la sociedad. Todo ello, permite a los empresarios obtener financiamiento externo y, consecuentemente, contribuye al desarrollo de los mercados financieros⁽⁹⁶⁾.

Esperamos que el análisis de la cláusula normativa general del interés social efectuado en el presente trabajo colabore en algo para permitir justamente eso: alcanzar una mejor protección legal de los accionistas que permita el desarrollo de las sociedades cotizadas peruanas y del mercado financiero. Como ya ha sido expuesto, un correcto entendimiento de la cláusula normativa general del

interés social en función a la creación de valor para los accionistas contribuye a mejorar la posición de las sociedades cotizadas peruanas ante la globalización de los mercados financiero, reduce el potencial expropiatorio de quienes controlan la gestión societaria y alinea correctamente el diseño de las sociedades a los incentivos y riesgos de las partes en el contrato de sociedad. Todo ello finalmente redundará en una mejor protección para los accionistas -empíricamente asociada con una mejor valorización de los activos de la sociedad⁽⁹⁷⁾ y una reducción del costo del capital- que facilitará el desarrollo de las sociedades cotizadas peruanas y de nuestro mercado financiero. Φ

(96) Ver LA PORTA, Rafael y otros. *Investor Protection and Corporate Valuation*. En: *The Journal of Finance*. Número 57. Junio 2002. p. 1147.

(97) *Ibid.*; p. 1148.