

EMPEZANDO POR EL PRINCIPIO: ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA FUNCIÓN DEL DERECHO SOCIETARIO

BEGIN AT THE BEGINNING: ECONOMIC ANALYSIS OF THE ROLE OF CORPORATE LAW

Hugo Forno Odría*

Ex miembro del Consejo Directivo de THĒMIS
Estudio Garrigues

Fundamental rights as private autonomy and business freedom prevent individuals from being unjustifiably restricted from doing a risk analysis and regulating their interests as they please. A restriction is only justified when transaction costs are prohibitive, which depends of the agents that intervene on the economic sector where each regulation is directed.

In this article, the author seeks to determine the necessity -if any- of Corporate Law in Peru. In order to achieve this, concepts like Coase's theorem, the principle of regulatory subsidiarity and different company's theories will be used and developed. Also, this article seeks to present which tools does individuals possess when a corporate regulation already in force contravenes its own function.

KEY WORDS: *Corporate Law; Law and Economics; Regulatory Subsidiarity; Theory of the Firm; Proportionality Test.*

Los derechos fundamentales como la autonomía privada y la libertad de empresa impiden que los individuos estén restringidos injustificadamente de hacer un análisis de riesgos y regular sus intereses como mejor consideren. Solo se justifica una restricción cuando los costos de transacción sean prohibitivos, lo cual depende de los agentes que intervienen en el sector económico al que se dirige cada regulación.

En el presente artículo, el autor busca determinar cuál es la necesidad -si acaso hay una- del Derecho Societario en el Perú. Para ello, se utilizarán conceptos como el teorema de Coase, el principio de subsidiariedad regulatoria y distintas teorías de la empresa. Además, este artículo busca responder qué herramientas tienen los individuos cuando una regulación societaria ya vigente contraviene sus fines.

PALABRAS CLAVE: *Derecho Societario; Análisis Económico del Derecho; Subsidiariedad Regulatoria; Teoría de la Empresa; Test de Proporcionalidad.*

* Abogado. Ex asistente legal de Credicorp Capital. Ex asistente legal de Benites, Forno & Ugaz. Asociado Junior del Estudio Garrigues. Contacto: hugo.forno.odria@garrigues.com.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Editorial de THĒMIS-Revista de Derecho el 13 de diciembre de 2017, y aceptado por el mismo el 26 de febrero de 2018.

I. INTRODUCCIÓN

En la introducción a su libro de 1999, *Derecho Societario Peruano*, Enrique Elías Laroza describió la evolución de la regulación en materia societaria en el Perú (2003). Explica dicho autor que esta suceso normativa se encuentra marcada por un vaivén ideológico que afectó profundamente al Derecho entre los siglos XIX y XX, y del cual el Derecho Societario no fue excepción.

El primer esfuerzo regulatorio del Derecho Societario en el Perú, el Código de Comercio de 1902 —el cual, en términos prácticos, reproduce el Código de Comercio español de 1886—, estuvo fuertemente influenciado por la ideología liberal:

Resulta muy claro que, en materia societaria, la tónica del Código español (y, por ende, del nuestro), era la de una total aceptación de la autonomía de la voluntad privada, el rechazo de preceptos de fiscalización, la ausencia real de normas que cautelasen la esencia de cada tipo societario y la inexistencia de reglas de protección en favor de terceros, cuya única garantía pasaba a ser la publicidad (Elías, 2003, p. iv).

Esta línea liberal, sin embargo, sería absolutamente abandonada y radicalmente cambiada para el segundo esfuerzo de regulación societaria en el Perú, la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966:

Después de muchas décadas de absoluto liberalismo, lo adecuado no era confiar en la autonomía de la voluntad privada, sino limitarla sustantivamente. Si antes la tónica había sido ‘no prohibir nada y permitirlo todo’, ahora se trataba de regularlo todo y dejar a las partes la menor flexibilidad posible (Elías, 2003, p. vi).

Finalmente, en la Ley General de Sociedades de 1998, que actualmente se encuentra vigente, se optó por una fórmula intermedia:

[Se] debía desterrar algunos de los rígidos sistemas controlistas e innecesarias limitaciones y prohibiciones en la estructura de las sociedades anónimas y, sin abandonar su adecuada fiscalización, lograr un marco legal basado principalmente en la autonomía de la voluntad privada. [...] En suma, es una Ley moderna, que se basa en mayor medida que la anterior en la autonomía de la voluntad privada, sin desdén en absoluto las instituciones esenciales para la fiscalización de los administradores y la salvaguarda de los derechos de accionistas minoritarios y de terceros (Elías, 2003, p. vii-viii).

Sin lugar a duda, la intención del legislador en la Ley General de Sociedades de 1998 [en adelante,

LGS, indistintamente] fue buena. Sin embargo, antes de comenzar la tarea de diseño de estos límites y contrapesos es preciso preguntarnos qué función queremos que la regulación societaria cumpla, qué intereses queremos que tutele. Sólo en ese momento podemos pasar a preguntarnos cómo los tutelaré.

Esta reflexión, sumamente importante en el diseño de cualquier tipo de regulación, es tanto más importante cuando se reforma, pues se heredan una serie de instituciones jurídicas que para muchos están escritas en piedra. Por eso, debe realizarse con una férrea duda cartesiana, que sirva como directriz del posterior proceso de discernimiento de qué normas e instituciones —si es que alguna— deben formar parte de la regulación.

Tengo la impresión de que esta reflexión previa no fue realizada con la severidad necesaria cuando se esbozó la LGS de 1998. Prueba de ello es que, en la Exposición de Presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades a la Comisión Revisora del Congreso de la República, Enrique Normand Sparks señaló lo siguiente:

Lo hace, reconociendo que en derecho mercantil el jurista, el legislador inventa poco, el legislador, el jurista tiene la tarea de recoger la realidad, tiene que respetar las instituciones y formas societarias existentes y aceptadas. ¿Qué tendrá que hacer, entonces, frente a ellas? Tendrá que ordenarlas, sistematizarlas, recoger las soluciones [;] no olvidemos que el derecho es la ciencia de las opciones (1997).

¿Por qué debería el regulador “respetar las instituciones”? Él solo debe respetar a los regulados, es decir, a los individuos, y no a las instituciones. Estas son herramientas jurídicas diseñadas para facilitar la vida en sociedad. Desde el momento en el que no la facilitan o, más grave aún, la dificultan, el regulador debe extirparlas como si se tratase de un apéndice con cuadro de apendicitis.

Por lo demás, la exposición del proyecto de LGS pasa a mencionar las distintas instituciones, normas supletorias e imperativas, que ha recogido y señala, en algunos casos, qué intereses tutelan. Sin embargo, en ningún extremo se hace una mínima reflexión sobre por qué esa tutela es merecida.

De hecho, luego de analizar qué función debe cumplir la regulación societaria en un Estado Constitucional de Derecho, observaremos que nuestra LGS, tal vez por un rezago proteccionista, recoge prohibiciones que son incompatibles con esa finalidad.

Por lo tanto, en nuestro país, se requiere con urgencia un estudio profundo sobre qué función

debe cumplir el Derecho Societario. Sobre todo, a propósito del nuevo intento de revisión de la LGS encomendada por el Ministerio de Justicia y Derechos Humanos al grupo de trabajo conformado por quince especialistas mediante Resolución Ministerial N° 0108-2017-JUS, publicada el 12 de mayo de 2017.

En este trabajo se revisará primero en qué casos se justifica regular la economía a la luz de la Constitución. Para ello, en la primera sección se repasan algunos conceptos, como el teorema de Coase y el principio de subsidiariedad regulatoria. En la segunda sección, por su parte, se evalúa cuáles son los fundamentos que justifican concretamente una regulación societaria. Finalmente, en la tercera sección, realizaremos una reflexión sobre la consecuencia de la incompatibilidad entre la función que debe cumplir el Derecho Societario y la actual regulación sobre la base del test de proporcionalidad.

II. ¿POR QUÉ REGULAMOS LA ECONOMÍA?

Desde la teoría del Estado y la filosofía política, teorías contractualistas tan diversas como la de Hobbes o la de Rousseau convienen en que el ordenamiento jurídico se crea por la inseguridad y poca previsibilidad que la vida en sociedad supone sin un conjunto de reglas que limiten las conductas de sus miembros.

Sobre regulación económica, Ramón Huapaya Tapia ha señalado lo siguiente:

[E]s universal reconocer que la primera forma de intervención del Estado en la economía consiste en proveer el ordenamiento jurídico básico para las transacciones sobre la propiedad (una Constitución y un sistema jurídico). Luego, en esa medida, es tarea del Estado reconocer normativamente mecanismos de Derecho Privado como leyes civiles, mercantiles y societarias que permitan definir y reconocer los derechos básicos que posibilitan las transacciones en el mercado. Así, se ha señalado que la función primaria del Estado, en cuanto a la ordenación del mercado, es el reconocimiento y protección de los derechos (2010, pp. 303-304).

En primera instancia, se regula para permitir confianza y predictibilidad en el mercado mediante la asignación de titularidades e instrumentos para transferir la propiedad con seguridad jurídica. Si la riqueza se genera mediante el intercambio, una situación en la que no existan titularidades y mecanismos seguros de transferencia de propiedad redundará en intercambios menos seguros, limitando a su vez la generación de riqueza.

Como notó Ronald Coase en *The problem of social cost*:

[P]ara llevar a cabo transacciones de mercado es necesario descubrir con quién deseamos transar [sic], informar a la gente que deseamos intercambiar y en qué términos, conducir negociaciones que lleven a un convenio, redactar el contrato, llevar a cabo la inspección necesaria para asegurarnos de que los términos del contrato se observan, y demás. Estas operaciones son, a menudo, muy costosas; suficientemente costosas para evitar muchas transacciones que se llevarían a cabo en un mundo en el que el sistema de precios funcionase sin costos (2000, p. 526).

A esta serie de costos asociados al uso del mercado abierto se denomina **costos de transacción**. Como explica Alfredo Bullard:

[C]uando los costos de transacción no son prohibitivos, la gente llevará a cabo transacciones generalizadas, creando así mercados, no solo para evitar caer en 'ineficientes' estructuras jerárquicas y centralizadas, sino también para llenar el vacío dejado por la inexistencia de mercados o mecanismos de organización centralizada (2010, p. 107).

La explicación anterior lleva a la conclusión de que solo se justifica una intervención en la economía cuando los costos de transacción sean altos, precisamente para generar la solución más eficiente, que es la que las partes habrían tomado si los costos de transacción fueran iguales a cero. Ello puede realizarse de dos formas: asignando titularidades, estableciendo mecanismos de transferencia y normas supletorias cuando los costos de transacción sean muy altos, pero no prohibitivos; es decir, cuando adoptando las medidas antes dichas se pueda llegar al escenario más eficiente por la vía contractual. Y, cuando los costos de transacción sean prohibitivos, emitiendo normas imperativas que recreen lo que las partes hubiesen pactado si no lo fueran.

En conclusión, regulamos porque un mundo sin reglas es ineficiente y, sobre todo, impide el desarrollo personal de los individuos que lo componen. La experiencia ha demostrado que para la satisfacción de intereses se requiere de una regulación de la economía que cumpla dos funciones: (1) asignar titularidades y (2) reducir los costos de transacción (Torres, 1989, p. 53).

Es es, pues, el límite de la actividad regulatoria del Estado en materia económica, el cual la teoría regulatoria ha cristalizado en el principio de subsidiariedad regulatoria. Este principio, que funciona

para determinar los límites de la regulación, es explicado por Huapaya de la siguiente manera:

[... L]a subsidiariedad regulatoria es algo más que un mero límite de buenas intenciones. Los mecanismos del derecho privado funcionan bien en un entorno de costos de transacción bajos y donde las partes pueden negociar su reparto de ganancias y pérdidas. Aquí no se necesita más que la existencia de un derecho dispositivo sujeto a algunas reglas imperativas como lo es el derecho civil y sus remedios. [...] Precisamente, la subsidiariedad regulatoria marca el ritmo de la intervención, el Estado interviene solamente cuando los privados no pueden componer sus problemas mediante el derecho dispositivo, y dicha intervención debe centrarse en compatibilizar la iniciativa privada con el interés público, pero no debe ahogar o maniar el desarrollo de la iniciativa privada (2012).

Así, en base al principio de la subsidiariedad regulatoria, el legislador solo está autorizado a regular mediante normas imperativas –que por definición limitan la autonomía privada– cuando los costos de transacción sean prohibitivos, impidiendo que las partes lleguen por sus propios medios al escenario más eficiente. En ese caso, además, la regulación deberá estar diseñada de tal forma que recree el escenario más eficiente al que las partes habrían llegado si los costos de transacción no hubiesen sido prohibitivos.

III. LA REGULACIÓN SOCIETARIA

El Derecho Societario es una subespecie del Derecho Patrimonial enfocada en las sociedades, que no son otra cosa que vehículos para la realización de actividad empresarial. Por ello, en él rigen principalmente la autonomía privada y la libertad de empresa. Así, la premisa es siempre que cada individuo sea absolutamente capaz de medir los riesgos que asume y satisfacer por sí mismo, mediante la contratación, sus intereses; y en esa capacidad, que es propia de los agentes a los que se dirige el Derecho Societario, radica su libertad para asumir derechos y obligaciones sin ningún tipo de limitación. Solo no podría hacerlo si los costos de transacción fuesen prohibitivos.

Pero, si ello es así y si, en principio, las partes están en facultad de cooperar entre sí para satisfacer sus intereses con el Derecho de Contratos como soporte para reducir ciertos costos de transacción entre las partes, ¿cuál la función del Derecho Societario? Sobre todo, asumiendo la idea bastante aceptada en doctrina de que las empresas tienen origen contractual –siendo cada tipo societario un contrato típico en base al cual los fundadores regulan sus intereses particulares en el estatuto.

Este cuestionamiento no es nuevo. Henry Hansmann y Reiner Kraakman, por ejemplo, se preguntaban lo siguiente:

En gran medida, estos tipos de entidades legales son simplemente contratos modelo celebrados entre las partes que participan en una empresa –incluyendo, en particular, a los propietarios, administradores y acreedores de dicha empresa. Es natural, entonces, preguntarse qué cosa, si algo, es lo que estas entidades ofrecen que no puede lograrse simplemente con el régimen general del derecho contractual. ¿Cumplen tan solo la misma función que los modelos básicos de contratos privados, proporcionando términos y cláusulas de estilo que simplifican la negociación y redacción de acuerdos rutinarios? O, por el contrario ¿ofrecen algo más que eso, permitiendo la creación de relaciones que no podrían, de manera practicable, existir simplemente mediante contratos? En resumen, ¿qué rol esencial, si es que alguno, cumple el derecho de las organizaciones en la sociedad moderna? (2003, p.16).

Frank Easterbrook y Daniel Fischel se hacían el mismo cuestionamiento: “[U]na pregunta natural tras todo este tema de la sociedad-como-contrato es: ¿para qué la ley? ¿Por qué no simplemente abolir la regulación corporativa y permitir que las personas negocien el contrato que sea que les satisfaga?” (1996, p. 34).

A continuación, se revisan las principales funciones que la doctrina ha atribuido al Derecho Societario con miras a responder las interrogantes presentadas, considerando la reflexión efectuada antes respecto a la intervención regulatoria en la economía.

A. Teoría del agente-principal: protección del accionista frente a la administración

La teorización respecto a la función del Derecho Societario ha sido impactada de manera muy importante por la teoría de la empresa, lo cual no es de extrañar en la medida que aquel tiene a la empresa como su objeto principal de regulación.

Uno de los primeros ejemplos de ello se dio durante las décadas 60 y 70. En aquella época, en economía se teorizaba acerca de los costos de agencia al interior de la empresa. Esta teoría, basada en la obra de Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), identifica el conflicto de intereses intrínseco a las empresas generado por una administración que controla el gasto de la empresa y no asume el riesgo y un accionista que, por el contrario, no controla el gasto,

pero sí asume el riesgo¹. Esta teoría indica que, bajo un comportamiento racional, en la medida que los intereses de la administración y los intereses de los accionistas no estén alineados, esta utilizará los recursos de la empresa para maximizar su propio beneficio en detrimento del beneficio de estos.

A causa de esta teoría, en esa misma época, según Roberta Romano, el Derecho Societario era entendido como:

[U]na “especie de regulación de protección al consumidor”, basada en la percepción de que administradores manejaban a las sociedades bajo el control del Derecho Societario y que no podía confiarse ni en los estados² ni en el mercado para limitar a los administradores o proteger a los inversionistas de alguna forma (2005, p. 343). [Traducción libre]

Esta teoría, sin embargo, fue relativizada por primera vez por Henry G. Manne (1965), al teorizar sobre el llamado mercado de control societario. Siendo que el problema de agencia es un problema esencialmente de las empresas que cotizan en bolsa, de acuerdo con Manne, en la medida que el costo de agencia afecta el precio de cotización de las acciones, ello incentiva la toma de control de las sociedades que están siendo mal administradas, cuyo efecto es que la gerencia sea despedida una vez que la toma de control se produzca.

B. Teoría contractualista: reducción de costos de transacción

Con la teoría de Manne como una de sus piedras angulares, durante los años 80 surgió lo que Romano ha llamado la **revolución del Derecho Societario** (2005, pp. 347-348), basada principalmente en la teoría contractual de la empresa, que comenzó a tomar fuerza en aquel tiempo.

La teoría contractualista de la empresa, conocida también como “nexo de contratos”, fue propuesta

por Michael C. Jensen y William H. Meckling (1976, p. 305) sobre la base de estudios de Armen Alchian y Harold Demsetz (1972, p. 777). En resumen, esta teoría sostiene lo siguiente:

La empresa es simplemente un nexo de contratos y, en consecuencia, tiene poco sentido tratar de distinguir entre negociaciones hechas al interior de una empresa y aquellas realizadas entre empresas distintas. Más bien, ambas categorías de negociaciones son parte de una cadena continua de tipos de relaciones contractuales, y las distintas empresas u organizaciones representan diferentes puntos de esa cadena. En otras palabras, cada tipo de organización de negocio representa nada más que un particular ‘formato estándar’ de contrato (Hart, 2003, p. 6).

Basados en esta teoría y en la tesis propuesta por Manne, Easterbrook y Fischel desarrollan, en una serie de trabajos (1981 y 1996), la idea de que el Derecho Societario debe “contener los términos que las personas hubiesen negociado si los costos de negociar en plena competencia³ por cada contingencia fuesen suficientemente bajos” (Easterbrook y Fischel, 1981, p. 15) [Traducción libre]. La lógica de estos autores es la siguiente:

- (i) Los contratos implicados en la formación de una empresa o en su estructura financiera no son contratos en los que deba protegerse a ninguna de las partes –como sí se hace en la legislación peruana con los contratos de trabajo o con los contratos de consumo, por ejemplo–, pues en la contratación societaria la premisa es que en ellos las partes están en igualdad de condiciones.
- (ii) Respecto a los costos de agencia inmersos en la relación entre accionistas-administradores, estos son meramente aparentes por dos motivos:

¹ Este es un problema propio de las sociedades con accionariado difundido, en las que no existe un accionista controlador, por lo que la administración no es realmente responsable por la adecuada conducción de la empresa. En países como los Estados Unidos de América o Inglaterra, por ejemplo, sociedades de este tipo priman en el panorama corporativo. En el nuestro, en cambio, esta es una realidad bastante marginal, lo que hace que esta reflexión, si bien no inútil, tenga una relevancia bastante reducida para nuestra regulación corporativa.

² Recuérdese que Estados Unidos de América es un país bajo un sistema de gobierno federal. En ese sentido, el texto citado se refiere a que en esos tiempos la doctrina desconfiaba de la regulación de cada estado y de la regulación del mercado y, por el contrario, abogaba por una regulación central emitida por el Congreso que limitara a la administración de las sociedades.

³ El término plena competencia ha sido utilizado para traducir la expresión *arm's length*, utilizada por los autores. En la cita, los autores están haciendo referencia a lo que en economía se conoce como una transacción *arm's length*, la cual se deriva del principio económico *arm's length* o principio de plena competencia. En ese contexto, una transacción *arm's length* o en plena competencia es una transacción en las que ambas partes actúan de forma independiente, sin ningún tipo de relación entre ellas y en su propio interés, lo que implica que ninguna de las partes actúa bajo la presión de la otra o bajo algún tipo de colusión entre ellas. En una transacción de este tipo, ambas partes tienen igualdad de condiciones para evaluar y contratar sus riesgos.

- a. Porque antes de que determinada sociedad liste sus acciones en bolsa,⁴ el estatuto deberá proveer garantías a favor de los inversionistas de capital a efectos de que el precio de cotización de la acción sea favorable (el precio es determinado por la oferta de inversionistas institucionales, los cuales sabrán analizar el riesgo de determinado estatuto); y,
 - b. Porque si la administración no maneja la sociedad maximizando el valor de las acciones, será más factible que esta sea objeto de una adquisición y se cambie a la administración, lo que la incentiva a buscar maximizar el valor de la acción.
- (iii) Por el contrario, establecer una estructura de gobierno corporativo obligatoria mediante la regulación societaria –para tratar de mitigar estos supuestos costos de agencia– supondría cargar a la sociedad con excesivos costos, ya que, en opinión de los autores, la estructura de gobierno corporativo resulta absolutamente contingente a las circunstancias de cada sociedad.

Por estos motivos, los autores concluyen que “[N]o hay razón para que [el Derecho Societario] sea usado para imponer términos contractuales que prevalezcan sobre negociación real o reduzca el beneficio conjunto de ambos partícipes” (Easterbrook y Fischel, 1981, p. 35) [Traducción libre]. El Derecho Societario tendría como única función establecer contratos asociativos típicos (la sociedad anónima, la sociedad anónima abierta, la sociedad anónima cerrada, la sociedad en comandita, etcétera), conformados por reglas supletorias, que las partes puedan suscribir con facilidad, pero de las que se puedan desembarazar en caso no se ajusten a sus intereses.

C. Función tuitiva del Derecho Societario: tutela del accionista minoritario y del acreedor social

Si bien la función de reducción de costos de transacción del Derecho Societario es innegable y continúa siendo aceptada como una de sus principales funciones, algunos autores resaltaron la necesidad de que este realice una función tuitiva de determinados contratantes⁵ mediante normas imperativas: particularmente del acreedor y del accionista minoritario de la sociedad.

1. Tutela del accionista minoritario

Cierto sector de la doctrina y diversas regulaciones corporativas, como la peruana, han considerado sujeto de especial tutela al accionista minoritario por su imposibilidad de ejercer control sobre la empresa y por los abusos que ello puede generar por parte del accionista mayoritario. Ulises Montoya afirma lo siguiente:

[L]a proliferación de los derechos individuales llevó a la doctrina moderna a tratar de precisarlos, a buscar un límite al poder mayoritario, concebido este derecho sobre la base de aquellos derechos propios del individuo, frente a los cuales no puede prevalecer la voluntad de la mayoría (2005).

Uno podría pensar que, salvo que se refiera a normas que establezcan beneficios para los accionistas minoritarios de manera supletoria, Montoya no toma en cuenta el análisis de Easterbrook y Fischel sobre la naturaleza contractual de la sociedad, que determina que cada accionista, mayoritario o minoritario, asuma los costos de los riesgos que contrata con libertad; análisis por el que se concluye que el Derecho Societario debe operar como una extensión del Derecho de Contratos que complete los contratos mediante normas supletorias para reducir los costos de transacción. Sin embargo, para ponderar una función tuitiva del Derecho Societario en el Perú hace falta realizar un análisis adicional.

El análisis de Easterbrook y Fischel se realiza respecto de la realidad corporativa estadounidense, la cual es distinta a la peruana. En efecto, en los Estados Unidos y en Inglaterra priman las sociedades abiertas, que cotizan sus acciones en bolsa, a diferencia de lo que ocurre en Latinoamérica y la mayor parte de Europa continental, donde, por lo general, el control está concentrado en uno o unos accionistas (Becht, 1999, p. 1050).

En ese contexto, lo señalado por los autores respecto a que el mercado por sí mismo corrige los costos de agencia, por lo general, no resulta aplicable para nuestro medio por dos motivos:

- (i) Porque el valor de las acciones es menos sensible a la conducción oportunista de la empresa en sociedades que no listan en bolsa. Esto responde a que, en primer lugar, no

⁴ Los costos de agencia se presentan principalmente en empresas de accionariado difundido que, por lo general, listan en bolsa.

⁵ Habiendo expuesto ya la teoría de la empresa como un nexo de contratos, con contratantes nos referimos a determinados individuos involucrados en la empresa, como pueden ser los accionistas, acreedores, trabajadores, administradores, etc.

se ofertan en un mercado como el mercado de valores, donde rige por el principio de transparencia y, en segundo lugar, y a causa de ello, no están sujetas a un valor de referencia⁶ que refleje de manera tan holística y en tiempo real el valor de la empresa, como sucede con el valor de cotización bursátil, que, de modo permanente, se reajusta para reflejar la oferta y demanda existente respecto de ellas.

- (ii) Porque el que el accionariado sea difundido hace que la sociedad sea más susceptible a tomas de control hostiles –que se producen a través del mercado de valores–, lo que hace que la administración pueda perder el control más fácilmente de lo que lo perdería el accionista controlador de una sociedad de accionariado concentrado.

Por el contrario, como comenta José Antonio Payet, en un contexto como el local, se abre una nueva dimensión de costo de agencia “consistente en los potenciales conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios o de control y accionistas minoritarios o externos al bloque de control” (2003, p. 82). Y, en la medida que este conflicto de intereses no se ve resuelto por un mercado centralizado de acciones que alinee los incentivos entre controlador y no controlador, las relaciones contractuales entre mayoritarios y minoritarios son presa del mismo oportunismo (Posner, 1998, p. 160; Williamson, 1985, p. 40; Smith, 2010, pp. 10-11)⁷ que impera sobre toda relación contractual de tracto sucesivo. Por ello, autores como Hansmann y Krakman, han señalado que “minorías o accionistas sin poder de control deben recibir una fuerte protección frente a la explotación a que pueden ser sujetos a manos de accionistas mayoritarios” (2011, p. 255).

Además de todos los problemas inherentes a relaciones contractuales de tracto sucesivo (Posner,

1998, p.162), este particular conflicto de interés al interior del accionariado se caracteriza por el posible abuso que la mayoría controladora podría ejercer aprovechando el sistema asambleario de dirección de la sociedad anónima. Así, el sistema asambleario permite el oportunismo, pues deja que la mayoría se aproveche de la sociedad y/o de los accionistas minoritarios, sea conduciendo la sociedad para beneficiar sus propios intereses personales, sea modificando el estatuto para afectar los derechos de los minoritarios. De esta manera, nada impediría que derechos de las partes, establecidos en el momento de constitución, sean modificados posteriormente por la parte controladora en perjuicio de los accionistas minoritarios. De la misma forma, nada impediría la posibilidad de que ya la administración –manejada por el accionista controlador– o ya la propia junta general de accionistas, adopte decisiones interesadas y maneje la sociedad en contravención de ella misma para beneficiarse. El sistema asambleario opera como si en un contrato bilateral una de las partes pudiera modificar los términos contractuales a sola voluntad.

Al respecto, John C. Coffee ha señalado que, si las sociedades anónimas son, en efecto, contratos incompletos que las normas supletorias ayudan a completar, pero que en última instancia se terminan de completar mediante la dirección del controlador –como es la tesis de Easterbrook y Fischel–, el Derecho Societario está llamado a tutelar al accionista minoritario de la posibilidad del controlador de completarlo de manera oportunista (2010, pp. 167-169).

Para ello, según Coffee, existen dos herramientas que debe recoger la regulación societaria:

- (i) Normas supletorias que establezcan derechos a favor de los accionistas minoritarios –como el derecho de solicitar la distribución de utilidades, por ejemplo– de tal manera que para prescindir de ellos se deba

⁶ Para las sociedades que no listan en bolsa, el valor de referencia suele ser el valor patrimonial que, salvo en aquellos casos el aprovechamiento por parte del accionista controlador deprede el patrimonio social, no reflejará las prácticas de buen gobierno corporativo implementadas por la sociedad, o la falta de ellas.

⁷ El oportunismo es un concepto económico que gracias a la corriente del Análisis Económico del Derecho juega un rol central al explicar la finalidad del Derecho de Contratos en la tradición anglosajona. El oportunismo ha sido definido por Oliver Williamson como “búsqueda del beneficio propio a través del engaño” (*self-interest seeking with guile*). Este concepto ha sido utilizado para explicar el comportamiento humano en un “estado de naturaleza” y explicar por qué es necesaria la existencia de un Derecho de Contratos para generar eficiencia en transacciones de ejecución diferida (haciendo obligatorios los pactos privados). Sin embargo, también ha sido utilizado en un escenario jurídico (en el que ya existen normas contractuales) para explicar cómo el pensamiento racional puede llevar a resultados ineficientes cuando los costos de transacción son prohibitivos. Desde este punto de vista, el oportunismo ha sido definido como “comportamiento indeseable pero que no puede ser eficientemente capturado –definido, detectado y disuadido– mediante la explícita creación de reglas ex ante [...]. Suele consistir en un comportamiento que técnicamente es legal pero utilizado para asegurar beneficios no previstos del sistema, y estos beneficios usualmente son menores que los costos que imponen en terceros” Ejemplos de comportamiento oportunista relevantes para este trabajo son el abuso de la responsabilidad limitada en detrimento de acreedores legales o el abuso del sistema asambleario en la junta general de accionistas en detrimento del accionista minoritario.

pactar expresamente en contra en el estatuto. Este *opt-out* vuelve evidente para el inversionista que considera convertirse en minoritario la desprotección a la que estaría expuesto y así pueda tomarla en cuenta en su análisis de riesgos.

- (ii) Una norma imperativa que permitiría al accionista minoritario impugnar los acuerdos que abusen del esquema asambleario ante una autoridad jurisdiccional:

La tesis de este artículo es que la innovación contractual puede reconciliarse con un núcleo imperativo estable de Derecho Corporativo si se reconoce que lo que es más imperativo en el Derecho Corporativo no es el contenido sustantivo específico de cualquier regla, sino la institución de supervisión judicial. La actividad judicial es un complemento necesario de la libertad contractual. En pocas palabras, ya que debido a que las relaciones contractuales a largo plazo están necesariamente incompletas, el rol de la corte es el de prevenir que una parte ejerza el poder delegado en él por el interés mutuo de todos los accionistas puramente para su propio beneficio (2010, pp. 167-169).

Así, Montoya y Coffee difieren en el método —mediante una serie de derechos pre-configurados, el primero, y mediante una única norma que permita la impugnación de ciertos acuerdos, el segundo—, pero el fundamento de la tutela del accionista minoritario es el mismo para ambos autores: para proteger al accionista minoritario del oportunismo del mayoritario es requerido que la regulación intervenga mediante normas imperativas que lo tutelen.

No coincido con esta postura. Como se señaló al inicio, las normas imperativas son requeridas solo cuando los costos de transacción son prohibitivos, para establecer el escenario al que las partes habrían llegado si no lo fueran. Este, sin embargo, no es el caso.

Los inversionistas que están evaluando convertirse en accionistas minoritarios siempre pueden suscribir convenios de accionistas con el accionista controlador contemplando mayorías calificadas para la adopción de algunos acuerdos o hasta derechos de veto. Pueden también pedir que se emitan clases de acciones que incorporen este tipo de garantías u otras que le resulten convenientes o incluso solicitarle que cause la modificación del estatuto para incorporarlas. Desde luego, el accionista controlador podría no aceptar, pero en ese caso el futuro minoritario siempre tiene la opción de no suscribir las acciones e invertir su dinero donde el nivel de riesgo le resulte aceptable.

Es cierto que todo contrato sucesivo, y en particular la sociedad anónima, permite situaciones de aprovechamiento. Sin embargo, en este caso particular los costos de transacción son lo suficientemente bajos como para permitir que el accionista minoritario diseñe sus propias medidas de protección contra el oportunismo del controlador. Sí coincido con Coffee, más bien, en que las normas supletorias —con la obligación de optar en contra de manera expresa en el estatuto— sí funcionan para reducir costos de transacción y para que el inversionista pueda ver con claridad qué derechos están siendo dejados de lado. Una de estas normas supletorias debería ser el derecho de los accionistas minoritarios de impugnar los acuerdos que sean contrarios a los intereses de la sociedad y que beneficien a uno o algunos de los accionistas.

Lamentablemente, nuestra LGS no concluye lo mismo y, por la mayor parte, opta por pre-configurar derechos a favor de los accionistas minoritarios y obligaciones a los mayoritarios y a la sociedad. Normas imperativas como las que contemplan el derecho de separación⁸ o la prohibición de asistencia financiera⁹, entre otras, imponen costos innecesarios a la sociedad que pueden inclusive terminar por afectar al accionista minoritario al impedir la generación de valor.

Es preciso recordar a Francesco Galgano, quien señala lo siguiente:

⁸ **Artículo 200.-**

La adopción de los acuerdos que se indican a continuación concede el derecho a separarse de la sociedad:

1. El cambio del objeto social;
2. El traslado del domicilio al extranjero;
3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y,
4. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.

Sólo pueden ejercer el derecho de separación los accionistas que en la junta hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto. [...].

⁹ **Artículo 106.-**

En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio.

La distinción entre la mayoría y la minoría no es, en la sociedad por acciones, una distinción solo cuantitativa, o sea basada en el hecho en sí de la mayor o menor cantidad de acciones poseídas; ella es —y es, antes que todo, preliminarmente— una distinción cualitativa; una distinción que se funda sobre la diversidad de función a que está destinada la posesión de acciones de mayoría o de acciones de minoría. El lenguaje económico subraya esta diversa función con el uso de una terminología distinta para indicar a los accionistas de mayoría y a los de minoría; entonces se habla de los primeros como del ‘capital de mando’ o ‘dirección y control’ de la sociedad [...]; cuando se habla de los otros se hace referencia al ‘capital de ahorro’ o ‘capital monetario’.

La posesión de las acciones está siempre, en la realidad económica, pre-ordenada a una u otra función, pues quien suscribe acciones en el momento de constitución de la sociedad, o adquiere acciones de una sociedad ya constituida, lo hace, o para ejercer por sí solo o de acuerdo con otros, el dominio de la sociedad, o también lo hace con el solo fin de efectuar una inversión en dinero (Galvano, 1999, p. 208).

Como señala Payet, el escenario descrito por Galvano no hace más que demostrar que, por lo general, quien invierte en una sociedad sin adquirir su control, “delega la administración de su inversión en el accionista de control, el cual, para estos efectos, resulta prácticamente indistinguible de la administración de la sociedad” (2003, p. 83). En ese contexto, carece de sentido que se concedan derechos a los accionistas minoritarios que se dirijan a favorecerlos por su propia condición de minoritarios, ya que ese riesgo debió ser parte de su análisis al decidir vincularse. En otras palabras, el accionista minoritario es —y debe ser— participe del riesgo de la sociedad, pues él así lo ha decidido. Este orden de reglas imperativas de tutela no tiene fundamento mayor que el proteccionismo que se puede evidenciar en distintos extremos del ordenamiento jurídico patrimonial.

En conclusión, cada accionista debe asumir la protección de sus propios intereses, sea estableciendo en el estatuto reglas que lo protejan (si es fundador), sea comprando acciones de una sociedad cuyo estatuto cuente con estas reglas, solicitando su previa modificación, suscribiendo convenios de accionistas o solicitando la emisión de una clase de acciones que se ajuste al riesgo que quiere asumir.

2. Tutela del acreedor social

Hansmann y Kraakman han señalado lo siguiente:

Persiste un acuerdo general relativo a que el Derecho corporativo debe regular directamen-

te algunos aspectos de las relaciones entre las empresas y sus acreedores. Ejemplos conspicuos incluyen reglas referidas al levantamiento del velo societario y límites a la distribución de dividendos en casos de capital inadecuado. La razón detrás de estas reglas es que la figura del acreedor conlleva problemas únicos referidos a la figura integral de la empresa, debido principalmente a la presencia de responsabilidad limitada como una característica estructural de la forma corporativa. Sin embargo, este tipo de reglas resulta de ámbito limitado. Fuera de la bancarrota, estas reglas no están referidas a acreedores en gobiernos corporativos, sino más bien se encuentran restringidas a limitar la responsabilidad de los accionistas, utilizando la forma corporativa de manera oportunista para explotar a los acreedores (2011, p. 255).

Efectivamente, si la tutela para los acreedores es, si quiera, considerada en el Derecho Societario, es a causa de la responsabilidad limitada, que opera como una excepción al régimen de responsabilidad civil. Sin embargo, respecto a la responsabilidad limitada cabe mencionar que muchas de las comodidades que tenemos hoy en día son producto de actividades de riesgo (v.g. transporte público, infraestructura, electricidad, etc.) las cuales no se producirían si los inversionistas (dueños de la actividad) tuvieran que responder con todo su patrimonio por las externalidades negativas generadas por tales actividades. Por eso, si los costos de transacción no fuesen prohibitivos todos aceptaríamos la institución de la responsabilidad limitada. Como sí lo son —y considerando que los accionistas no nos pueden imponer a los terceros su contrato asociativo por el principio de relatividad de los contratos— solo queda como posibilidad que el ordenamiento corporativo reconozca esa ineficiencia y establezca el escenario eficiente —la responsabilidad limitada— por mandato. Esta reflexión, no obstante, aplica solo respecto al uso regular de la responsabilidad limitada, no a su abuso de manera oportunista. Es decir, si los costos de transacción no fuesen prohibitivos, las partes nunca aceptarían el abuso de la responsabilidad limitada.

Ahora bien, es preciso señalar que, dependiendo de la fuente de la obligación que determina la acreencia, los acreedores de la sociedad pueden ser de dos tipos: voluntarios o legales. Los primeros son aquellos cuya acreencia deriva de un contrato con la sociedad; por ejemplo, un prestamista. Los segundos son aquellos cuya acreencia frente a la sociedad deriva de la ley; por ejemplo, el acreedor de una indemnización por responsabilidad extracontractual de la sociedad. Esta distinción es especialmente importante respecto al riesgo generado por la sociedad. En efecto, res-

pecto a los acreedores legales, Kraakman ha señalado lo siguiente:

Ellos no pueden negociar con la sociedad causante del daño de manera previa para obtener protección contractual o compensaciones por asumir el riesgo. Por el contrario, desconocen por completo la existencia del causante del daño antes de que este ocurra, y están aún menos capacitados para monitorear sus niveles de capitalización o su cobertura de seguros (1990, pp. 71,72).

Esto es sumamente relevante, pues, si bien todos los acreedores pueden sufrir los efectos del aprovechamiento de la responsabilidad limitada, solo los acreedores legales no pueden contratar su riesgo y, por consiguiente, específicamente a ellos debe tutelar la regulación corporativa. Como sostuvimos al referirnos al accionista minoritario, no parece merecer una tutela del ordenamiento jurídico un sujeto que está en posibilidades de prever sus riesgos, de pactar reglas que los reduzcan o de aceptar estar expuesto a ellos. En conclusión, solo los acreedores legales son merecedores de tutela por la regulación societaria y solo en aquellos casos en los que se haya abusado de la responsabilidad limitada.

Dicho esto, habría que estudiar cómo la regulación societaria debe tutelarlos. Primero, es preciso recordar que, como regla general, a todo acreedor le asiste la acción pauliana, que le permite solicitar que determinados actos que reduzcan el patrimonio del deudor sean declarados ineficaces¹⁰. Este mecanismo de tutela está, en mi opinión, mejor estructurado que el derecho de oposición u otros derechos y obligaciones contenidos en la Ley General de Sociedades diseñados para impedir la descapitalización, pues solo permite al acreedor impugnar aquellos acuerdos en los que se disminu-

ya el patrimonio de la sociedad cuando tal disminución perjudique su posibilidad de cobrar su crédito. El derecho de oposición, en cambio permite que cualquier acreedor se oponga a determinadas operaciones si su crédito no está adecuadamente garantizado, sea que tal operación perjudique o no su posibilidad de cobro.

Resulta interesante pensar, por ejemplo, en la interposición de una acción pauliana frente a la distribución de dividendos, reducción de capital o frente a estructuras de reorganización social como la fusión o la escisión, cuando estos actos vayan a reducir el patrimonio social al punto de perjudicar la posibilidad del acreedor legal de hacer efectivo su crédito contra la sociedad.

Existe, sin embargo, un problema con la acción pauliana. De acuerdo con el artículo 2001, inciso 5) del Código Civil, esta prescribe a los dos años, a diferencia de los cuarenta y cinco días en los que caduca el derecho de oposición desde la primera publicación del acuerdo que genere el derecho. Este menor plazo se ajusta más a la realidad corporativa, en los que el plazo para impugnar acuerdos debe ser menor para dotar de mayor seguridad las operaciones empresariales.

Por ello, en mi opinión, la LGS debe recoger una única norma que restrinja la descapitalización de la sociedad solo en aquellos casos en los que este perjudique o pueda perjudicar la posibilidad de cobro del crédito del acreedor legal, pero dándole un plazo más breve para ejercerlo como los cuarenta y cinco días del derecho de oposición.

Además, esta acción pauliana societaria podría complementarse, con una norma que contemple la posibilidad de levantar el velo societario cuando el abuso de la responsabilidad limitada impida la posibilidad de cobro del acreedor legal. Esto por-

¹⁰ En el ordenamiento jurídico peruano, la acción pauliana se encuentra regulada en el artículo 195 del Código Civil de la siguiente manera:

Artículo 195.-

El acreedor, aunque el crédito esté sujeto a condición o a plazo, puede pedir que se declaren ineficaces respecto de él los actos gratuitos del deudor por los que renuncie a derechos o con los que disminuya su patrimonio conocido y perjudiquen el cobro del crédito. Se presume la existencia de perjuicio cuando del acto del deudor resulta la imposibilidad de pagar íntegramente la prestación debida, o se dificulta la posibilidad de cobro.

Tratándose de acto a título oneroso deben concurrir, además, los siguientes requisitos:

1. Si el crédito es anterior al acto de disminución patrimonial, que el tercero haya tenido conocimiento del perjuicio a los derechos del acreedor o que, según las circunstancias, haya estado en razonable situación de conocer o de no ignorarlos y el perjuicio eventual de los mismos.

2. Si el acto cuya ineficacia se solicita fuera anterior al surgimiento del crédito, que el deudor y el tercero lo hubiesen celebrado con el propósito de perjudicar la satisfacción del crédito del futuro acreedor. Se presume dicha intención en el deudor cuando ha dispuesto de bienes de cuya existencia había informado por escrito al futuro acreedor. Se presume la intención del tercero cuando conocía o estaba en aptitud de conocer el futuro crédito y que el deudor carece de otros bienes registrados.

Incumbe al acreedor la prueba sobre la existencia del crédito y, en su caso, la concurrencia de los requisitos indicados en los incisos 1 y 2 de este artículo. Corresponde al deudor y al tercero la carga de la prueba sobre la inexistencia del perjuicio, o sobre la existencia de bienes libres suficientes para garantizar la satisfacción del crédito.

que ni siquiera la acción pauliana termina siendo eficaz cuando se ha abusado previamente de la responsabilidad limitada.

Finalmente, tendría sentido conferirles un rango superior (quizás en el tercer en el orden, junto con los acreedores garantizados o incluso antes que ellos) de preferencia del concurso en los procedimientos de disolución y liquidación.

Lamentablemente, esto no es lo que sucede en la regulación corporativa peruana, en la que no se hace una distinción entre los diferentes tipos de acreedores de la sociedad. Por ejemplo, en el caso de la LGS, cualquier acreedor puede repetir por distribuciones de dividendos efectuadas cuando el patrimonio es inferior que el capital social¹¹.

IV. FUNCIÓN DEL DERECHO SOCIETARIO VS. REGULACIÓN SOCIETARIA

La reflexión sobre la finalidad del Derecho Societario no solo tiene relevancia a efectos de diseñar o revisar la regulación societaria. También es de suma relevancia para las operaciones que se realizan en el marco de la actual Ley General de Sociedades o cualquiera regulación corporativa que imponga ilegítimamente derechos y obligaciones a las partes.

En cuanto a la regulación económica, el test de proporcionalidad es la contracara del principio de subsidiariedad regulatoria. Ambos sirven como garantía a los individuos de que su autonomía privada y su libertad de empresa no estarán limitadas por la regulación salvo que los costos de transacción sean prohibitivos. La diferencia es el momento y la forma en los que la garantía cobra relevancia. Si el principio de subsidiariedad regulatoria opera como una restricción al legislador, impidiendo la producción regulatoria que restrinja la autonomía privada cuando los costos de transacción no sean prohibitivos, el test de proporcionalidad cobra relevancia cuando se produzca una regulación que trasgreda el principio de subsidiariedad regulatoria.

Como ha desarrollado el Tribunal Constitucional en diversas sentencias¹², el test de proporcionalidad se desarrolla a través de tres sub principios:

a) Subprincipio de idoneidad o de adecuación

De acuerdo con este, toda injerencia en los derechos fundamentales debe ser apta o capaz para fomentar un objetivo constitucionalmente legítimo. En otros términos, este sub principio supone la legitimidad constitucional del objetivo y, la suficiencia de la medida utilizada.

b) Subprincipio de necesidad

De acuerdo con este, para que una injerencia en los derechos fundamentales sea necesaria, no debe existir ningún otro medio alternativo que revista, por lo menos, la misma aptitud para alcanzar el objetivo propuesto y que sea más benigno con el derecho afectado. Se trata de una comparación de la medida adoptada con los medios alternativos disponibles, y en la cual se analiza, por un lado, la idoneidad equivalente o mayor del medio alternativo; y, por otro, su menor grado de intervención en el derecho fundamental.

c) Subprincipio de proporcionalidad *strictu sensu*

De acuerdo con este, para que una injerencia en los derechos fundamentales sea legítima, el grado de realización del objetivo de intervención debe ser por lo menos equivalente o proporcional al grado de afectación del derecho fundamental. Se trata, por tanto, de la comparación de dos intensidades o grados: la realización del fin de la medida examinada y la afectación del derecho fundamental (Tribunal Constitucional del Perú, 15 de Febrero de 2015).

Así, mediante el test de proporcionalidad –en concreto el sub principio de necesidad– se garantiza que, haciendo uso del control difuso, la regulación imperativa que se haya producido a pesar de existir un mecanismo de mercado que pueda resolver el problema por ser los costos de transacción lo suficientemente bajos resulte inoperable a los individuos.

Con ello en consideración, es perfectamente posible sustentar que la mayor parte de normas imperativas de la LGS no pasan el test de proporcionalidad, porque no son necesarias y, por tanto, pedir al juzgador que haga control difuso respec-

¹¹ Artículo 40.-

[...] Tanto la sociedad como sus acreedores pueden repetir por cualquier distribución de utilidades hecha en contravención con este artículo, contra los socios que las hayan recibido, o exigir su reembolso a los administradores que las hubiesen pagado. Estos últimos son solidariamente responsables. [...].

¹² Al respecto, véanse: Sentencia del Tribunal Constitucional del Perú recaída en el Expediente 0016-2002-AI/TC de fecha 30 de abril de 2003; sentencia del Tribunal Constitucional del Perú recaída en el Expediente 0008-2003-AI/TC de fecha 11 de noviembre de 2003; sentencia del Tribunal Constitucional del Perú recaída en el Expediente 0018-2003-AI/TC de fecha 26 de abril 2004; sentencia del Tribunal Constitucional del Perú recaída en el Expediente STC N.º 0048-2004-AI/TC de fecha 3 de enero de 2005, entre otras.

to de ellas. Para que una regulación falle el sub principio de necesidad se requiere que no exista **ningún otro medio alternativo que revista, por lo menos, la misma aptitud para alcanzar el objetivo propuesto y que sea más benigno con el derecho afectado**. No cabe duda, pues, que un medio alternativo que reviste, por lo menos, de la misma aptitud para alcanzar el objetivo propuesto por las normas imperativas que establecen protecciones a accionistas minoritarios y acreedores voluntarios es su propia autonomía privada, que les permite diseñar las protecciones que les resulten más convenientes. Este, además es, sin duda, más benigno con la autonomía privada y libertad de empresa de quienes se ven afectados por tales normas imperativas.

V. CONCLUSIÓN

En un Estado Constitucional de Derecho, la autonomía privada y la libertad de empresa son derechos fundamentales que, en cuanto tales, deben ser garantizados. En este contexto, sólo se justifica una norma imperativa que tenga como propósito limitar la libertad de las partes, cuando los costos de transacción sean prohibitivos y no permitan el resultado más eficiente.

En el ámbito societario, los costos de transacción son lo suficientemente bajos como para que las partes pueden analizar sus riesgos sin problemas y diseñar la regulación que más les convenga para tutelar sus intereses. En razón a ello, el Derecho Societario debe limitarse a establecer normas supletorias que sirvan para reducir los costos de transacción y para indicar a los inversionistas los derechos que no gozarían de convertirse en accionistas. La única excepción a ello es la tutela del accionista legal, y se dará sólo cuando el abuso de la responsabilidad limitada perjudique su posibilidad de cobro.

Como señala Eilís Ferran, al comentar el Plan de Acción de 2003 llamado *Modernising Company Law and enhancing Corporate governance in the European Union – A plan to move forward*:

[Se] señala una reorientación en el enfoque del Derecho Corporativo a nivel europeo, alejándose de la protección de aquellos que contratan con las compañías y a favor de centrarse, en cambio, en la eficiencia y competitividad empresarial. Esta reorientación socava la 2ª Directiva, arraigada en nociones desfasadas acerca de las funciones y supuestos del derecho corporativo sobre la necesidad de tutelas contra el abuso. Ya no puede simplemente asumirse que el derecho corporativo de la Co-

misión Europea debe proteger a los acreedores. En cambio, preocupaciones respecto a los acreedores solo podrán mantener un lugar en la agenda política del derecho corporativo de manera justificada cuando se demuestre que ello es necesario por razones de eficiencia y competitividad, y siempre que se cumpla con consideraciones de subsidiariedad y proporcionalidad (2005, p. 3) [Traducción libre].

Esta finalidad del Derecho Corporativo genera dos situaciones distintas: por un lado, atendiendo al principio de subsidiariedad regulatoria, genera una restricción al legislador de incorporar normas imperativas que se alejen de esta finalidad. Por el otro lado, considerando que fallan el test de proporcionalidad, generan la inoponibilidad de cualquier norma imperativa que se haya dictado contraviniendo el principio de subsidiariedad regulatoria.

Creo, sin embargo, que estamos todavía lejos de que el legislador tenga el coraje de prescindir de instituciones societarias que en nuestra tradición jurídica están sacralizadas. Por el mismo motivo, creo que estamos lejos de que el juzgador realice control difuso respecto de ellas. Espero equivocarme, pues solo cuando se dude de estas tendremos un Derecho Societario más eficiente y, todavía más importante, más libre. 🗣️

REFERENCIAS

- Alchian, A. A. y Demsetz, H. (1972). "Production, information costs, and economic organization". En: *The American Economic Review* (62). doi: 10.1017/cbo9780511817410.015
- Becht, M. y Roell, A. (1999). "Blockholdings in Europe: An international comparison". En: *European Economic Review* (43).
- Berle, A. A. y Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva Brunswick, Estados Unidos: Transaction Publishers. doi: 10.2307/3475545
- Bullard, A. (2010), *Derecho y economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda edición. Lima, Perú: Palestra.
- Coase, R. (2000). "El Problema del costo social". En: Roemer, A. (Compilador). *Derecho y economía: una revisión de la literatura*. Méjico D.F., Méjico: Centro de Estudios de Gobernabilidad y Políticas Públicas - Instituto Tecnológico Autónomo de México - Fondo de Cultura Económica.

- Coffee, J. C. (2010) "The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role". En: Romano, R. (Coord.). *Foundations of Corporate Law*. Segunda edición. Nueva York, Estados Unidos: Thomson Reuters - Foundation Press. doi: 10.2307/1122814
- Easterbrook, F.H. y Fischel, D. R. (1981). The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. En: *Harvard Law Review* (94). doi: 10.1002/9780470752135.ch19
- Easterbrook, F. H. y Fischel, D. R. (1996). *The Economic Structure of Corporate Law*. Massachusetts: Harvard University Press.
- Elías, E. (2003). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Segunda edición. Trujillo, Perú: Normas Legales.
- Ferran, E. (2005). "The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union". En: *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Research Paper Series* (51). doi: 10.2139/ssrn.841884
- Galgano, F. (1999). *Derecho Comercial*. Tomo II. Santafé de Bogotá, Colombia: Temis.
- Hansmann, H. y Kraakman, R. (2003). "El rol esencial del derecho de las organizaciones". En: *THEMIS-Revista de Derecho* (46).
- Hansmann, H. y Kraakman, R. (2011) "El fin de la historia para el Derecho Corporativo". En: *Derecho Societario*. Lima, Perú: Editorial Ius et Veritas.
- Hart, O. (2003). "Una perspectiva económica sobre la teoría de la empresa". En: *THEMIS-Revista de Derecho* (46).
- Huapaya, R. (2010). "Algunos apuntes sobre las relaciones entre el Derecho Administrativo Económico y el concepto anglosajón de la 'Regulación'". En: *Revista Ius et Veritas* (40).
- Huapaya, R. (2012). "Propuesta de interpretación del principio de subsidiariedad en la Constitución". En: *Sociedad Libre* (27). Consultado en: http://www3.upc.edu.pe/sociedadlibre/Det_Bol1.asp?CON=8946&BOL=18&EJE=777&SEC=Opini%F3n.
- Jensen, M. C. y William, M. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". En: *Journal of Financial Economics* (3).
- Kraakman, R. (1990). *Corporations. Cases and Materials*. Harvard Law School.
- Manne, H. G. (1965). "Mergers and the market for corporate control". En: *The Journal of Political Economy* (73). doi: 10.1017/cbo9780511817410.021
- Montoya, U. (2005). "Los derechos del accionista minoritario en la Sociedad Anónima". En: *Doctrina e Investigatio* (7).
- Normand, E. (1997) "Exposición de Presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades hecha por el Dr. Enrique Normand Sparks, Presidente de la Comisión Redactora, a la Comisión Revisora del Congreso de la República". En: *El Peruano*, de fecha 23 de abril.
- Payet, J. (2003). "Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías". En: *THEMIS-Revista de Derecho* (46).
- Posner, R. (2005). *El análisis económico del derecho*. Segunda edición. México D.F., México: Fondo de Cultura Económica.
- Romano, R. (2005). "After the revolution in Corporate Law". En: *Journal of Legal Education* (55).
- Smith, A. (1827). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Edimburgo, Reino Unido: University Press. doi: 10.1002/9780470755679.ch1
- Smith, H. E. (2010). "An Economic Analysis of Law versus Equity", pp. 10-11. (Traducción libre). Consultado en: <http://extranet.sioe.org/uploads/isnie2010/smith.pdf>
- Torres, J. (1989). *Análisis económico del Derecho*. Madrid, España: Tecnos.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. Nueva York, Estados Unidos: Free Press. doi: 10.1007/978-3-8349-9320-5_6

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Ley del 23 de febrero de 1902. *Código de Comercio del Perú*.

Ley número 26887. (1988). *Ley General de Sociedades*.

Tribunal Constitucional del Perú. (30 de abril de 2003). Sentencia recaída en el Expediente 0016-2002-AI/TC.

(11 de noviembre de 2003). Sentencia recaída en el Expediente 0008-2003-AI/TC.

(26 de abril de 2004). Sentencia recaída en el Expediente 0018-2003-AI/TC.

(3 de enero de 2005). Sentencia recaída en el Expediente STC 0048-2004-AI/TC.

(15 de febrero de 2015). Sentencia recaída en el Expediente 00034-2004-PI/TC.