

SOCIEDADES Y CONTRATOS* **

Henry Hansmann***

Las sociedades cotizadas en bolsa rara vez usan la libertad casi absoluta que se les brinda para redactar estatutos que se aparten de las disposiciones supletorias de la ley societaria estatal. Las explicaciones convencionales para este fenómeno son poco convincentes.

En el presente artículo, el autor argumenta que una mejor explicación yace en la falta de un mecanismo de modificación viable que asegure una eficiente adaptación de las disposiciones estatutarias a los cambios en las circunstancias que ocurren durante el largo tiempo de vida de la compañía. En efecto, mediante la adopción de las disposiciones supletorias de la ley estatal, las sociedades delegan en el Estado el proceso de modificación de las disposiciones estatutarias a través del tiempo.

* El presente artículo fue publicado originalmente bajo el título "Corporation and contract". En: American Law and Economics Review 8. 2006. La traducción fue realizada por Mariano Perú, director de la comisión de Contenido de THEMIS. Agradecemos al doctor José Cúneo, abogado, Magíster en Derecho (LL.M.) por The London School of Economics and Political Science y socio de Payet, Rey, Cauvi Abogados, por la supervisión de la traducción.

** El autor agradece a Barry Adler, Robert Daines, Jeffrey Gordon, Zohar Goshen, Edward Lacobucci, Marcel Kahan, Michael Klausner, Lewis Kornhauser, Reinier Kraakman, Yair Listokin, Paul Mahoney, Larry Ribstein, Barak Richman y George Triantis por sus valiosos comentarios y discusiones.

*** Abogado. Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Yale.

Gran parte del derecho corporativo está referido a las relaciones entre los propietarios y los administradores de las empresas. Estas relaciones son, en última instancia, contractuales, en el sentido de que las partes involucradas los celebran voluntariamente y no afectan directamente a terceros. Esto lleva naturalmente a preguntarse por qué se necesitan normas de derecho para regir estas relaciones. ¿Por qué es el gobierno corporativo un asunto normativo, más que contractual?

La creencia convencional de hoy en día es que los asuntos internos de las sociedades mercantiles son, de hecho, casi totalmente contractuales. La mayoría de las disposiciones en los estatutos de las compañías son sólo reglas supletorias. Si se desea una alternativa, ésta simplemente puede ser incluida en el estatuto, desplazando la disposición establecida por ley. Como consecuencia, o bien estas disposiciones legales son intrascendentes¹, o tienen a lo sumo una modesta influencia. Las razones por las que las normas supletorias podrían tener alguna influencia incluyen los costos de transacción involucrados en redactar y negociar, la alta prominencia o presunta legitimidad de los términos proporcionados por el Estado, la necesidad de estandarización, y la carga de la desviación de las disposiciones supletorias con penalidades (*penalty defaults*) destinadas a proporcionar información.

Sin duda hay algo de verdad en estos puntos de vista. Creo, no obstante, que la creencia convencional subestima tanto el grado de libertad contractual que tienen las compañías de hoy y la rareza con que esta libertad es ejercida, y, como consecuencia, subestima, también, la gran influencia ejercida por las normas supletorias del derecho corporativo, particularmente para las sociedades cotizadas. Más importante, creo que hay una explicación mejor que aquellas normalmente ofrecidas para explicar la fuerte influencia ejercida por las reglas supletorias del derecho corporativo. La esencia de esta explicación es que, mediante la adopción de normas legales supletorias, en lugar de usar la contratación explícita, las partes permiten el constante reajuste de su relación durante el largo periodo de tiempo que esta pueda durar. Las disposiciones del derecho corporativo son, esencialmente, términos contractuales que pueden ser modificados repetidamente por una tercera parte –el Estado– a fin de adaptarlas a las circunstancias cambiantes.

Así, paradójicamente, la gran ventaja de la ley sobre el contrato en la organización de las compañías es que las disposiciones legales son más fáciles de modificar. Esta teoría proporciona una razón mucho más fuerte para utilizar las reglas supletorias de la ley que otras teorías que han sido expuestas. Esto implica que las normas supletorias a menudo pueden ser tan influyentes como las normas imperativas, y que los académicos no están perdiendo el tiempo discutiendo si una regla de derecho corporativo es más deseable que otra incluso si, como es habitual, la norma escogida será formulada únicamente como una de carácter supletoria.

I. LA CONTRACTUALIZACIÓN EXTREMA DE LAS FORMAS SOCIETARIAS

Incluso más de lo que comúnmente nos damos cuenta, casi todo el derecho corporativo de hoy consiste más en reglas supletorias que en normas imperativas.

Cuando la forma corporativa se volvió ampliamente disponible en la última parte del siglo XIX, ésta era relativamente inflexible. Para tener el beneficio de la responsabilidad limitada y de las acciones libremente negociables que ofrecía, una organización debía adoptar una estructura relativamente rígida. Durante el siglo y medio siguiente, la forma corporativa fue liberalizada gradualmente para permitir mayor libertad en establecer la forma de asignación de ingresos y control. Y ahora, en los últimos veinticinco años, hemos logrado una liberalización aun mayor con cuatro formas societarias de responsabilidad limitada recientemente creadas: la compañía de responsabilidad limitada (*limited liability company*, LLC), la sociedad de responsabilidad limitada (*limited liability partnership*), la *limited liability limited partnership* y la *statutory business trust*. Estas nuevas formas permiten la creación de una entidad con total responsabilidad limitada, sin las rigideces que aún quedan en las leyes societarias de los estatutos de las sociedades mercantiles².

En este sentido, el *statutory business trust*, adoptado por primera vez en Delaware en 1988, representa el punto final conceptual. Ofrece una casi total libertad contractual con respecto a la asignación de ingresos, control e incluso los deberes fiduciarios. De hecho, esta forma corporativa ni siquiera contempla normas supletorias para la mayoría de los asuntos; casi todo se deja a los

¹ BLACK, Bernard S. "Is corporate law trivial? A political and economic analysis". En: *Northwestern University Law Review* 84. 1990. pp. 542-597.

² La evolución de estas entidades es descrita en HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier y Richard SQUIRE. "The new business entities in evolutionary perspective". En: *Illinois Law Review* 2005. pp. 5-14; y HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier y Richard SQUIRE. "Law and the rise of the firm". En: *Harvard Law Review* 119. 2006. pp. 1333-1403.

creadores de la empresa, para ser especificado en el instrumento de gobierno de la misma³.

Esta liberalización progresiva parece mejor entendida como la consecuencia de una creciente habilidad para proteger tanto a los acreedores como a los inversionistas de capital por la vía contractual, en lugar de depender de las limitaciones organizacionales⁴. Es el resultado de una variedad de avances en campos tales como el derecho concursal, derecho tributario, prácticas contables, servicios de reporte crediticio, comunicaciones, tecnología de cálculo, y contratación comercial. Gran parte de esta creciente flexibilidad en el derecho corporativo se centró inicialmente en las sociedades pequeñas. Por ejemplo, las disposiciones especiales para las sociedades cerradas en la Ley de Corporaciones de Delaware estuvieron, y todavía están, limitadas a empresas con no más de treinta accionistas.

Las cuatro nuevas formas corporativas de los últimos veinticinco años, sin embargo, no se limitan a las sociedades cerradas. Más bien, la flexibilidad contractual casi ilimitada que ofrecen también está disponible para las sociedades cotizadas. El resultado es que, en esencia, todas las normas imperativas del derecho corporativo estatal han sido actualmente eliminadas. Hoy en día, si una empresa desea contar con responsabilidad limitada completa y la libre negociabilidad de acciones de una sociedad mercantil, así como tener acceso a las famosas cortes de Delaware, pero desea, al mismo tiempo, evitar algunos de los elementos restantes de las disposiciones imperativas de la Ley de Corporaciones de Delaware aún existentes, puede simplemente crear una compañía de responsabilidad limitada (LLC) o un *business trust* de Delaware. Prácticamente todas las reglas de la ley general de corporaciones de Delaware sólo son ahora, por lo tanto, reglas supletorias. Las únicas otras limitaciones imperativas restantes aplicables a la forma mercantil son aquellas que se encuentran en la ley federal de valores o en las leyes de listado en la bolsa de valores.

Esta evolución podría sugerir que la estructura corporativa en general, incluyendo la de las sociedades cotizadas, se está convirtiendo cada vez más en un tema contractual, incluso con una mayor delegación de la responsabilidad por el diseño de las relaciones internas corporativas a los actores directamente involucrados –esto es,

a los inversionistas y administradores. De hecho, podríamos ir más allá y preguntar por qué, ahora que tenemos el *statutory business trust*, necesitamos cualquiera de las otras formas mercantiles en lo absoluto. El *business trust* presenta los únicos atributos de una empresa para los cuales la ley es verdaderamente esencial –esto es, las normas que regulan los derechos y expectativas de terceros, incluyendo particularmente las reglas de separación de activos que rigen los derechos de los acreedores y las reglas relacionadas con la ley sobre mandatos que gobiernan la autoridad de los actores corporativos para asumir compromisos que obligan a la compañía⁵. En principio todo lo demás –todos los asuntos vinculados con las relaciones internas– puede ser manejado por contrato. Así, parece que no hay nada que se pueda hacer bajo los estatutos de una sociedad mercantil, o con las otras tres nuevas formas corporativas, que no se pueda hacer también con el *business trust*. Todo lo que se requiere es algo de redacción adicional.

II. LA ESCASEZ DE CONTRATACIÓN CORPORATIVA

Sin embargo, la extraordinaria libertad que ahora está disponible para los redactores de los estatutos corporativos es explotada en un grado muy reducido. Mientras que las sociedades mercantiles cerradas tienen estatutos detallados y confeccionados a medida, los estatutos de las sociedades cotizadas son notablemente carentes de contenido. Comúnmente son de pocas páginas de largo y contienen muy poco de interés. Ellos se remiten a las normas supletorias de la ley de sociedades estatal para prácticamente todos los asuntos de importancia. Si contienen algo adicional, por lo general está referido a una o más modificaciones simples de carácter general –tales como la inclusión de un directorio con renovación escalonada o clases de acciones– que implican escoger entre alternativas ampliamente conocidas de entre las opciones ofrecidas por la ley. No vemos estatutos eligiendo cualquiera de las grandes reformas que son rutinariamente publicadas en la actualidad, tales como las reglas sobre adquisiciones similares a las del British City Code, o derechos extendidos de nominación de accionistas, o limitaciones a la estructura y divulgación de la remuneración de los ejecutivos⁶.

Mientras tanto, de hecho, el *statutory business*

³ HANSMANN, Henry y Ugo MATTEI. "The functions of trust law: a comparative legal and economic analysis". En: New York University Law Review 73. 1998. pp. 434-479; y SITKOFF, Robert. "Trust as "uncorporation": a research agenda". En: Illinois Law Review 2005. pp. 31-48.

⁴ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier y Richard SQUIRE. "Law and the rise of the firm". Op. cit. pp. 1333-1403.

⁵ HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. "The essential role of organizational law". En: Yale Law Journal 110. 2000. pp. 387-440.

⁶ Sustento esta observación cualitativa, en parte, en el examen de una muestra de estatutos corporativos que fue generosamente

trust no ha sido usado para realizar experimentos interesantes con sociedades cotizadas. Más bien, ha sido utilizado casi exclusivamente para dos fines estandarizados: titulización de activos y creación de fondos mutuos. De hecho, los usos del *business trust* han sido tan poco imaginativos que, en los diecisiete años desde que Delaware promulgó su ley de *business trust*, aparentemente sólo ha habido una decisión reportada interpretando esta ley⁷.

III. ¿POR QUÉ NO MÁS CONTRACTUALIZACIÓN?

¿Por qué las disposiciones de los estatutos corporativos siguen tan de cerca las normas supletorias? Aunque las razones que se ofrecen convencionalmente sin duda tienen algún peso, parecen ser insuficientes para explicar el fenómeno en su totalidad. Para ilustrarlo, repaso brevemente las más conocidas.

A. Los costos de transacción de redacción son altos

El argumento más comúnmente ofrecido a favor de las disposiciones supletorias, tanto en el derecho corporativo como en otras formas de contratación, es que economizan los costos de transacción de redacción⁸. Esto podría explicar por qué algunas sociedades cerradas remiten a las normas supletorias, pero parece extraordinario creer que los costos de transacción de redacción podrían ser una consideración importante para los estatutos de las sociedades cotizadas⁹. Por lo demás, son las sociedades cerradas las que tienen estatutos personalizados y las sociedades cotizadas las que se ciñen servilmente a las normas supletorias.

B. Las disposiciones estatutarias son un bien público

Un argumento relacionado con la escasez de disposiciones estatutarias corporativas creadas privadamente es que la innovación en las

disposiciones estatutarias es un bien público y que, por lo tanto, no vale la pena para los actores privados incurrir en gastos para desarrollar disposiciones innovadoras¹⁰.

Pero esto no es convincente en lo absoluto. La redacción de disposiciones estatutarias no es tan onerosa. Los abogados rutinariamente redactan complejos documentos innovadores para todo tipo de propósitos, muchos de los cuales –tales como los involucrados en la titulización de activos– constituyen la base de los valores públicamente negociados y fácilmente son objeto de copia por otros. Más visiblemente, el problema de los bienes públicos no ha impedido el desarrollo de formas estándares contractuales para emisiones de bonos, ni ha evitado la innovación regular en estas estructuras¹¹. Lo que es más, algunas organizaciones incluso han estado estableciendo derechos de propiedad sobre formas contractuales estándares y hacen dinero con su venta. El Instituto Americano de Arquitectos, por ejemplo, vende contratos de construcción que han sido desarrollados y son actualizados por este, y que se han convertido en el estándar de la industria.

C. Los efectos de red fuerzan la estandarización

Klausner¹² ha argumentado que las reglas supletorias del derecho corporativo obtienen gran parte de su fortaleza de la necesidad de estandarización derivada de los efectos de red¹³. Los beneficios generados por las redes de terceros incluyen la mayor seguridad que se deriva de la interpretación judicial de disposiciones similares en los estatutos de otras empresas, la reducción del costo de servicios legales resultante de un menor rango de términos en los que deben enfocarse los abogados, y los menores costos en la evaluación de disposiciones ya familiares para los inversionistas potenciales. Si bien estos beneficios probablemente podrían lograrse mediante la adopción de términos estándar elaborados privadamente, la ley tiene la ventaja, bajo este punto de vista, de proporcionar un evidente punto

compartida conmigo por Michael Klausner y recogida en el curso de su trabajo con Robert Daines. Ver: DAINES, Robert y Michael KLAUSNER. "Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs". En: *Journal of Law, Economics & Organization* 17. 2001. pp. 83-120.

⁷ SITKOFF, Robert. "Trust as "uncorporation": a research agenda". Op. cit. pp. 38 y 39.

⁸ EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "The corporate contract". En: *Columbia Law Review* 89. 1989. p. 1444.

⁹ AYRES, Ian. "Making a difference: the contractual contributions of Easterbrook and Fischel". En: *University of Chicago Law Review* 59. 1992. p. 1397.

¹⁰ EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "The corporate contract". Op. cit. p. 1445 y 1446.

¹¹ KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. "Antitakeover provisions in bonds: bondholder protection or management entrenchment?". En: *UCLA Law Review* 40. 1993. pp. 931-981.

¹² KLAUSNER, Michael. "Corporations, corporate law, and networks of contracts". En: *Virginia Law Review* 81. 1995. pp. 757-852.

¹³ Véase también: KAHAN, Marcel y Michael KLAUSNER. "Standardization and innovation in corporate contracting (or "The economics of boilerplate")". En: *Virginia Law Review* 83. 1997. pp. 713-770.

focal que facilita la elección del estándar común¹⁴.

Esta teoría definitivamente tiene alguna fuerza. Pero hay razones para dudar de que proporcione una explicación satisfactoria para el papel dominante de la ley en la estructuración de los asuntos internos de las compañías. Por un lado, parece exagerar el requerimiento de uniformidad. El mercado de valores, por ejemplo, ha aceptado gustosamente a empresas con estructuras internas inusuales. Por poner un ejemplo llamativo, en 1994 United Airlines fue reorganizada para dar control sobre la mayoría de voto a sus trabajadores. A pesar de ser una compañía de Delaware, la estructura de control y ganancias establecido en el nuevo estatuto de la compañía fue muy poco ortodoxa y altamente compleja, con una variedad de nuevos medios para la elección de directores, inusuales estructuras de comités en el directorio, numerosas clases de acciones con derechos y restricciones muy poco ortodoxos, y relaciones contingentes radicalmente cambiantes entre la propiedad de acciones y los derechos de voto¹⁵. Sin embargo, las acciones en la empresa reorganizada fueron acogidas con entusiasmo por el mercado y esta se mantuvo como una de las favoritas de Wall Street durante varios años.

Por otra parte, la teoría de que los términos estatutarios estándar deben ser establecidos por la ley, en lugar de ser términos establecidos privadamente, porque la ley ofrece un poderoso punto focal, también parece ser difícil de conciliar con la evidencia. En particular, la teoría sobre el punto focal del rol de la ley no distingue bien entre las áreas entre las que los términos estándar son establecidos por la ley, como lo son en los asuntos internos de sociedades cotizadas, y aquellas áreas en las cuales los términos estándar son establecidos privadamente, como en el caso de las emisiones de bonos.

D. Las disposiciones innovadoras carecen de precio

Un argumento conexo es que el mercado es incapaz de darle un precio a las disposiciones legales particularmente establecidas en un estatuto, ya sea por falta de capacidad o de atención. En consecuencia, el contenido del estatuto no puede variarse libremente en cada caso.

Si esta explicación fuera cierta, arrojaría serias dudas sobre la eficiencia de los mercados de valores. Pero hay buenas evidencias de que no es cierto. Por ejemplo, contratos de emisión de bonos tienen decenas o incluso cientos de páginas, y a menudo contienen cláusulas complejas restringiendo las acciones de los administradores. Sin embargo, estos bonos son normalmente negociados libremente, y hay buena evidencia de que el mercado de valores los valoriza con razonable eficiencia¹⁶.

E. Las normas supletorias son normas penalizadoras

Ayres y Gertner¹⁷ han argumentado persuasivamente que muchas de las normas supletorias aplicables a las relaciones contractuales sirven como "normas penalizadoras" destinadas a proporcionar información que, al afectar a la parte mejor informada de la transacción, la enfrentan con la opción de aceptar la carga supletoriamente impuesta o revelar a la otra parte información que será útil para lograr disposiciones alternativas justas y eficientes. Dependiendo del balance entre los costos y beneficios involucrados, el incentivo para desviarse de estas disposiciones a menudo puede ser modesto.

Sin embargo, muchas de las reglas del derecho corporativo no parecen estar estructuradas como normas penalizadoras. De hecho, en todo caso, la legislación societaria estadounidense parece tener una distintiva inclinación pro administración, con la consecuencia de que la desviación respecto de las reglas supletorias presumiblemente sería en la dirección de favorecer a los accionistas dispersos, que son probablemente la parte menos informada del contrato corporativo. Por otra parte, las normas penalizadoras no tendrían el efecto deseado si fueran a desalentar toda desviación fuera de las normas estándar.

IV. LA NECESIDAD DE MODIFICAR CONTRATOS RELACIONALES

¿Por qué, entonces, observamos una escasez tan radical de contratación privada en los estatutos de sociedades cotizadas? Las razones son sin duda complejas. Pero la evidencia sugiere que la razón más importante radica en la necesidad de

¹⁴ KLAUSNER, Michael. "Corporations, corporate law, and networks of contracts". Op. cit. p. 828.

¹⁵ Para un breve resumen, ver: HANSMANN, Henry. "The ownership of enterprise". Cambridge: Harvard University Press. 1996. pp. 117 y 118.

¹⁶ KAHAN, Marcel. "The qualified case against mandatory terms in bonds". En: Northwestern University Law Review 89. 1995. pp. 574-580.

¹⁷ AYRES, Ian y Robert GERTNER. "Filling gaps in incomplete contracts: an economic theory of default rules". En: Yale Law Journal 89. 1989. pp. 87-130.

modificar los estatutos con el tiempo.

Las sociedades mercantiles cotizadas a menudo tienen vidas muy largas, generalmente de decenas y a veces cientos de años. Es muy probable que los cambios en la compañía y en la sociedad que la rodea causen cambios ocasionales en las relaciones internas de la sociedad. Si estas relaciones están normadas por el estatuto original de la compañía, la obsolescencia será el resultado. Pero si, en vez, el estatuto de la sociedad es establecido por la ley, este será potencialmente mucho más flexible. La legislación o las cortes pueden simplemente cambiar la ley para adaptarse.

Un ejemplo prototípico es el número de votos de los accionistas requerido para aprobar una fusión. Antes de 1963, la regla supletoria de Delaware, como en otros estados, era dos tercios de las acciones en circulación. En ese año el número supletorio –y el mínimo obligatorio– se redujo a la mayoría simple. Puede sostenerse que ese cambio fue eficiente a la luz de cambios que ocurrieron al mismo tiempo respecto de la composición del capital, la mayor eficiencia de las instituciones del mercado, y la creciente necesidad que las nuevas tecnologías trajeron para las reorganizaciones de activos corporativos. Pero si las reglas de fusión hubieran sido incorporadas en los estatutos corporativos en lugar de en las leyes de Delaware, muchas compañías hubieran quedado sujetas al requisito anacrónico de la supermayoría de dos tercios del voto, que no podría ser cambiado sin el mismo voto supermayoritario.

Por supuesto, como sugiere el ejemplo de los votos requeridos para la fusión, todo esto depende de los mecanismos disponibles para la modificación del estatuto corporativo. Hay varios mecanismos empleados en distintas jurisdicciones, pero todos requieren, en algún momento, del voto aprobatorio de los accionistas. Y es difícil concebir un mecanismo de modificación de estatuto que no involucre dicho voto. Sin embargo, es un hecho conocido que no existe una regla de votación que asegure una elección eficiente.

En los Estados Unidos el directorio de una compañía debe proponer las modificaciones al estatuto, presumiblemente para mitigar algunas de las patologías de la democracia pura de los accionistas. Sin embargo, el veto atribuido a la administración no soluciona todos los problemas relacionados con el voto de los accionistas –ciertamente, porque los mismos directores son elegidos por los accionistas– y añade algunos de sus propios problemas evidentes, incluyendo la agravación del problema de agencia atribuido

a la administración. El mercado por el control corporativo tampoco soluciona el problema dado que este, también, depende en última instancia de los mecanismos de política interna de la empresa.

En resumen, si los estatutos son hechos para ser difícilmente modificados, generarán el riesgo de que se formen bloqueos en malos términos u otorguen poder de bloqueo a uno u otro grupo, mientras que, si se hacen fácilmente modificables, habrá demasiado espacio para el oportunismo o ignorancia por parte de los accionistas o de los administradores. El problema para las estructuras corporativas es, entonces, uno de política –la política interna de la empresa. Las limitaciones de los mecanismos de elección colectiva los hacen inadecuados para asegurar una eficiente adaptación de la estructura de una compañía a través del tiempo.

V. EL ESTADO COMO REVISOR DE CONTRATOS

Dado este problema, existen ventajas potenciales para delegar en un tercero la responsabilidad de ajustar las disposiciones del contrato base entre los accionistas y administradores de la compañía, según el tiempo y las circunstancias lo requieran. El Estado actúa como un tercero. A través de modificaciones legales o decisiones judiciales, el Estado puede, en efecto, alterar el estatuto corporativo cuando surja la necesidad. Al aceptar los términos supletorios, los accionistas y administradores delegan al gobierno la tarea de revisar sus relaciones contractuales en el tiempo.

Hay, por supuesto, dificultades con esta forma de delegación: el Estado puede tener sus propios propósitos, que pueden no tener relación con la eficiente organización de la empresa; los actores estatales correspondientes pueden no estar siempre bien informados; y el resultado puede ser la excesiva estandarización de la forma corporativa. Diré más sobre estos problemas en breve. La consideración relevante, sin embargo, es que confiar en las propias compañías la responsabilidad de ajustar sus estatutos a través del tiempo puede dar lugar a problemas aun mayores. En consecuencia, los compradores de valores de sociedades con accionariado difundido razonablemente podrían preferir que los estatutos corporativos se sometieran a las normas supletorias simplemente para obtener la flexibilidad que confiere la normativa estatal.

Esta no es una nueva teoría sobre el rol de la ley. Oliver Williamson¹⁸, por ejemplo, sostuvo hace tiempo que la regulación de los servicios públicos

¹⁸ WILLIAMSON, Oliver. "Franchise bidding for natural monopolies - In general and with respect to CATV". En: Bell Journal of Economics 7. 1976. pp. 73-104.

sirve para proporcionar la estructura adaptable de gobierno necesaria para los contratos relacionales de largo plazo que requieren reajustes continuos. Simplemente desarrollo aquí que las relaciones dentro de una compañía también son contratos relacionales de largo plazo y, por ende, es razonable que la mejor estructura de gobierno para estos contratos sea, en efecto, el Estado¹⁹.

VI. ¿LA TEORÍA ENCAJA CON LOS HECHOS?

¿Podemos, sin embargo, estar seguros de que la necesidad de adaptabilidad es una razón importante que las sociedades cotizadas tan consistentemente hagan remisión a las disposiciones supletorias del derecho corporativo? La evidencia a favor es que dicho presupuesto es ampliamente consistente con la tendencia de los estatutos corporativos que vemos. Las compañías que rechazan las normas supletorias en favor de normas estatutarias especialmente elaboradas usualmente exhiben una o ambas de dos características. En primer lugar –como en el caso de muchas empresas pequeñas con derechos especiales que involucran participación en el directorio, derechos laborales, y la redención o venta de acciones– las empresas tienen un pequeño número de propietarios que pueden renegociar la estructura corporativa entre sí con razonable eficiencia, en caso se requirieran cambios sustanciales. En segundo lugar, como en el caso de las nuevas compañías de alta tecnología financiadas con capital de riesgo, tienen una vida útil relativamente corta, limitando el riesgo de que la estructura corporativa inicial necesite ajustes antes de que la empresa sea disuelta o reorganizada a favor de términos más convencionales.

Al respecto, hay que tener en cuenta también los únicos dos usos que normalmente se dan al *business trust*, que utiliza limitadamente las normas supletorias. Uno de estos usos es la creación de fondos mutuos, que son públicamente colocados y tienen vidas indefinidamente largas. Los principales términos de gobierno de los fondos mutuos no son especialmente diseñados, sin embargo, sino son simplemente tomados de una norma diferente: la Investment Company Act de 1940. El otro uso del *business trust*, la titulación de activos, de hecho emplea detallados instrumentos de gobierno privadamente desarrollados. Pero las entidades son utilizadas para dar soporte a los

títulos de deuda emitidos que tienen un tiempo de vida relativamente corto, al final de los cuales las entidades son disueltas. Del mismo modo, los compromisos detallados de instrumentos de misión de “bonos basura” sólo necesitan aplicarse durante la vida limitada de los bonos en cuestión.

¿Y qué acerca de United Airlines, que, como ya se señaló, fue cálidamente recibida por los mercados de valores incluso con un estatuto altamente confeccionado? De hecho, es consistente con el patrón general descrito aquí, ya que sus disposiciones estatutarias originales no fueron diseñadas para gobernar la empresa indefinidamente. Por el contrario, las elaboradas y particulares disposiciones contenidas en el estatuto de 1994 fueron diseñadas para tener una vigencia de no más de veinte años, después de los cuales la empresa regresaría a una estructura de gobierno convencional.

Otra excepción que prueba la regla es que, como fue famosamente descubierto por Daines y Klausner²⁰, una gran porción de las compañías recientemente siendo cotizadas incorporan disposiciones anti adquisición en sus estatutos en lugar de remitirse a las reglas que sobre el particular establecen las normas supletorias. Estos estatutos originales de oferta pública en realidad no contienen lo que uno propiamente llamaría disposiciones anti adquisición. Por ejemplo, no requieren explícitamente la aprobación previa del directorio antes de que determinados tipos de operaciones de toma de control puedan tener lugar. Por el contrario, suelen contar con cosas tales como un directorio con renovación escalonada, acciones de distinta clase con derecho de voto diferenciado, la autoridad para emitir acciones preferentes, o una prohibición a la posibilidad de que los accionistas actúen mediante consentimientos escritos. Es la ley de Delaware (y la de otros estados) la que establece que, en compañías que tienen estas características, los administradores pueden ejercer una autoridad amplia para evitar adquisiciones hostiles. Pero el alcance de esta autoridad viene siendo continuamente ampliado y restringido por las cortes, y podría ser rápida y drásticamente limitado si las cortes o el legislativo tuvieran a bien hacerlo. En consecuencia, tal vez no sea un gran enigma por qué los inversionistas institucionales están dispuestos a comprar las acciones de compañías con estas disposiciones anti adquisición en sus estatutos. Estos inversionistas

¹⁹ Ver también: GORDON, Jeffrey. “The mandatory structure of corporate law”. En: Columbia Law Review 89. 1989. pp. 1573-1585; quien presenta una teoría relacionada en el contexto del Derecho Corporativo, aunque se centra en la justificación de las reglas imperativas del Derecho Corporativo más que de reglas supletorias. Su argumento es, en resumen, que los mecanismos disponibles para evitar la modificación oportuna de los estatutos corporativos son tan inadecuados que podrían obtenerse ganancias en eficiencia si a algunas reglas –particularmente aquellas que constriñen a los *insiders*– se hiciesen obligatorias, y luego confiar al legislador, en lugar de a los propios actores corporativos, el cambio de reglas cuando sea necesario.

²⁰ DAINES, Robert y Michael KLAUSNER. “Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs”. Op. cit. pp. 83-120.

sólo están adquiriendo una de varias disposiciones normativas supletorias que siempre están sujetas a modificación por el Estado. Si, en cambio, estos inversionistas se encontraran con una verdadera disposición anti adquisición que estuviera firmemente incrustada en el estatuto, podrían estar mucho menos dispuestos a invertir²¹.

VII. EVIDENCIA EMPÍRICA ADICIONAL

La teoría de la contratación delegada aquí ofrecida gana mayor sustento en el valioso estudio sistemático del impacto de las reglas supletorias del derecho corporativo realizado por Yair Listokin²². De particular relevancia son los hallazgos de Listokin relativos a las disposiciones legales sobre precios justos, que son una especie de regla anti toma de control que impide adquisiciones de dos niveles en los que el precio pagado en la oferta pública inicial es mayor al precio pagado en la fusión por compraventa forzosa (*freeze-out*) del segundo paso subsecuente²³. Entre 1983 y 1991, veintisiete estados promulgaron leyes sobre precio justo. Tres estados hicieron la norma imperativa. veintitres estados adoptaron disposiciones permitiendo a las compañías optar por eliminar la regla, ya sea mediante modificación del pacto social (diez estados), o por modificación del estatuto (trece estados). Y un estado, Georgia, requirió a las compañías optar por incorporar las disposiciones legales sobre precio justo (ver la Tabla 1).

Listokin²⁴ se centra principalmente en las posibles explicaciones para la diferencia entre estados que permiten optar por incorporarse a las leyes y los que permiten más bien excluirlas –la diferencia entre las cifras de la fila 2 y la fila 3– en relación con la frecuencia con la que las compañías adoptaron disposiciones sobre precio justo. De mayor importancia aquí, sin embargo, es la diferencia en la tasa de adopción de disposiciones sobre precio justo por compañías en estados sin normas sobre precio justo (fila 1) y el estado (Georgia) que permite incorporar la normativa (fila 2). La tasa de adopción en Georgia es casi tres veces más alta para las compañías en general y seis veces más alta para las compañías recientemente cotizadas. Listokin sugiere brevemente –en consonancia con la creencia convencional– que estas diferencias pueden reflejar los costos adicionales de elaboración y negociación que la incorporación de una disposición sobre precio justo puede significar en los estados que no cuentan con una norma por la que se pueda optar²⁵. Pero es difícil imaginar que estos costos podrían explicar la diferencia. Todo lo que la administración –o, más bien, los abogados de la administración– necesita es copiar una u otra de las normas supletorias disponibles, o la disposición estatutaria de otra compañía.

Tal vez también haya un efecto de legitimación en el caso de una normativa por la que se puede optar: tanto los administradores como los accionistas pueden sentirse más cómodos promulgando

Table 1. Rate of Adoption of Fair Price Provisions in Charter

	All Companies	Companies Going Public after Passage of the Statute
1. Companies in states with no statute	20.4%	9.5%
2. Companies in opt-in state (Georgia)	56.4%	57.1%
3. Companies in opt-out states	98.4%	97.0%

Notes: Listokin (2005, Tables 3 and 5).

²¹ La experiencia de las últimas décadas en relación con el *tracking stock* también podría interpretarse como un reflejo de la resistencia del mercado a asumir en sociedades cotizadas disposiciones estatutarias específicamente diseñadas. A pesar de los esfuerzos concertados de los bancos de inversión para persuadir a las compañías de que emitan *tracking stock*, muy pocas empresas adoptaron este tipo de valores, a pesar de su particular distinción entre la asignación de derechos de gobierno y el gobierno sobre los derechos a los ingresos netos. Se podría argumentar, sin embargo, que la resistencia al *tracking stock* se sustentó, en gran medida, no sólo en la posibilidad de que éste obligue a las compañías a establecer acuerdos que algún día podrían resultar problemáticos y difíciles de alterar. También se basó en el hecho de que, desde un inicio, el *tracking stock* creaba conflictos tan conspicuos e inmanejables dentro de las propias empresas emisoras que era muy poco probable que aumenten su valor agregado. Véase, en general, HANSMANN, Henry. "The ownership of enterprise". Op. cit. pp. 63 y 64.

²² LISTOKIN, Yair. "What do corporate default rules and menus do? An empirical examination". Yale Law School Working Paper. 2005.

²³ El artículo de Listokin también reporta el ratio de adopción de otros dos tipos de dispositivos *antitakeover* que pueden ser adoptados en algunos estados, ya sea eligiendo su aplicación, o excluyéndose de disposiciones legal específicamente diseñadas a tal efecto: leyes de control de adquisición de acciones y leyes sobre combinaciones de negocios. Por falta de datos, sin embargo, no pudo reportar la frecuencia con la cual las compañías adoptaron disposiciones estatutarias con características similares en Estados que no contemplaban disposiciones legales específicas de este tipo.

²⁴ LISTOKIN, Yair. "What do corporate default rules and menus do? An empirical examination". Op. cit. 2005.

²⁵ *Ibid.* p. 34.

una modificación del estatuto si ésta ha sido bendecida de antemano por la ley corporativa estatal correspondiente. Pero una justificación más lógica para la diferencia –y que quizás está influenciando las decisiones de los abogados, administradores y accionistas involucrados– es que una disposición específicamente creada quedará fijada hasta que el estatuto sea nuevamente modificado para removerla (o modificarla, o hacer otras modificaciones del estatuto que sean apropiadas para regular sus efectos), mientras que una disposición en el prevista en la normativa corporativa estatal puede ser modificada según sea necesario a través del tiempo por la legislatura del estado y judicialmente para mantenerla compatible con los cambios en las circunstancias y con otros aspectos del derecho corporativo estatal.

VIII. DISPOSICIONES SUPLETORIAS VERSUS DISPOSICIONES IMPERATIVAS

La teoría de la contratación delegada del derecho corporativo ofrecida aquí tiene la irónica implicación de que las formas organizacionales más fuertemente reguladas sean tal vez, en el largo plazo, las más adaptables. La mayoría de las sociedades mercantiles cotizadas, con sus estatutos vacíos, están sujetas a las siempre cambiantes reglas de gobierno promulgadas por la legislatura y las cortes de Delaware, reglas que –se argumenta con frecuencia– de hecho parecen cambiar demasiado a menudo. Por el contrario, las empresas con mecanismos de gobierno específicamente creados son potencialmente más rígidas, capaces únicamente de efectuar un cambio estructural asegurando la aquiescencia de tanto los accionistas como los administradores para efectuar una modificación formal del estatuto.

Al respecto, no hace ninguna diferencia si las reglas del derecho corporativo involucradas son reglas imperativas o supletorias. Ambas están igualmente sujetas a ajustes por parte del Estado, y son potencialmente más adaptables que las disposiciones incorporadas en un estatuto corporativo. Por otra parte, toda vez que –para aprovechar los beneficios de la contratación delegada– las sociedades cotizadas normalmente se remiten a virtualmente todas las normas de la ley corporativa, dichas normas bien podrían ser imperativas. En resumen, la diferencia entre

las disposiciones imperativas y supletorias del derecho corporativo a menudo pueden ser de poca importancia, no porque, como Black²⁶ argumentaba, las reglas imperativas sean casi tan fáciles de evitar como las reglas supletorias, sino porque los incentivos para remitirse a las reglas supletorias son lo suficientemente fuertes como para hacerlas casi tan inevitables como las reglas imperativas.

IX. ¿POR QUÉ EL ESTADO?

Si el Estado está tomando el papel de tercero delegado por los inversionistas y administradores corporativos para la contratación, es natural preguntarse si ese papel podría ser tomado alternativamente por un actor privado. ¿Una compañía podría, en su lugar, elegir a un estudio de abogados para ese papel, o quizás a una asociación comercial sin fines de lucro? En efecto, en el Reino Unido, la no gubernamental City of London Panel on Takeovers ha fijado los términos de algunos de los aspectos más importantes del gobierno corporativo durante los últimos 40 años.

Evidentemente, lo que se necesita para tomar el rol de un agente delegado para la contratación es una institución que cuente con una experiencia importante, que tenga el interés de mantener las disposiciones de los estatutos corporativos razonablemente eficientes, que se espere tenga una duración indefinida, y que se mantenga relativamente libre de la captura regulatoria por parte de uno u otro de los actores corporativos. El estado de Delaware encaja bien en este papel, por una serie de razones conocidas²⁷. En particular, es un estado pequeño que no se encuentra fuertemente industrializado y, consecuentemente, contiene a muy pocos de los accionistas o compañías cuyos asuntos regula, esencialmente convirtiendo al estado en un tercero en relación con esos intereses. Puede ser difícil para una organización privada lograr una independencia similar respecto de las partes interesadas. Por ejemplo, el arbitraje privado nunca ha jugado un rol importante en la solución de controversias corporativas internas en los Estados Unidos tal vez porque el arbitraje funciona mejor donde, como con los contratos comerciales, las partes en conflicto son más simétricas y hay una menor razón para creer que la institución tendrá un sesgo sistemático hacia uno u otro lado^{28 29}.

²⁶ BLACK, Bernard S. "Is corporate law trivial? A political and economic analysis". Op. cit. pp. 542-597.

²⁷ ROMANO, Roberta. "The genius of american corporate law". Washington D.C.: American Enterprise Institute. 1993.

²⁸ DAMMANN, Jens y Henry HANSMANN. "Extraterritorial courts for corporate law". ECGI-Law Working Paper 43/2005.

²⁹ Hadfield y Talley (HADFIELD, Gillian y Eric TALLEY. "On public versus private provision of corporate law". University of South Carolina Law and Economics Research Paper 04-18. 2004.) ofrecen razones en el sentido de que, si los proveedores privados fueran capaces –como las entidades públicas– de proveer derecho corporativo, la competencia podría llevar a una regulación más eficiente, si los proveedores fueran empresas privadas en lugar de gobiernos electos. Sin embargo, su modelo no se centra en las características particulares del derecho corporativo como siendo aplicable en general a la provisión de bienes privados por proveedores públicos versus proveedores privados.

Aquí vemos la diferencia entre la teoría de delegación contractual del derecho corporativo y la teoría de las externalidades. Según la segunda teoría, las interdependencias de las redes dan a las compañías un incentivo para elegir disposiciones estatutarias comunes, y el establecimiento estatal de estas disposiciones es útil porque proporciona un fuerte punto focal para coordinar la elección. En cambio, bajo la teoría de delegación contractual ofrecida aquí, los estatutos corporativos deben ser objeto de modificaciones sustanciales en el tiempo, y las instituciones públicas –legislaturas y cortes– tienen una ventaja en proporcionar esas modificaciones porque pueden servir como terceros relativamente duraderos y confiables que, aunque muy imperfectos, evitan algunos de los defectos evidentes de los mecanismos disponibles para la modificación estatutaria dentro de las propias compañías. Si bien este proceso de modificación pública puede funcionar con disposiciones estatutarias establecidas privadamente, las cortes y las legislaturas darán apropiadamente más peso a las disposiciones privadas que a las públicas (establecidas por ley o por los jueces), haciendo por tanto que las disposiciones privadas sean más inflexibles y proporcionando un incentivo para que las empresas se remitan a las disposiciones establecidas legalmente –un incentivo que estaría presente incluso ante la ausencia de economías de red que hagan que las compañías elijan disposiciones similares para sus estatutos. Las dos teorías, sin embargo, son complementarias y están interrelacionadas.

X. ELECCIÓN INTERNA VERSUS ELECCIÓN INTRAJURISDICCIONAL

El análisis que aquí se ofrece sugiere que el gobierno de las sociedades cotizadas seguirá siendo determinado por las disposiciones supletorias del derecho corporativo en lugar de por contrato. Sin embargo, esto no implica necesariamente que debe haber un único grupo de disposiciones supletorias. Puede haber elección entre grupos de disposiciones supletorias. Este tipo de elección, por supuesto, ha sido el foco de amplio debate sobre la competencia regulatoria en el derecho corporativo, que se ha centrado en las alternativas ofrecidas por las distintas jurisdicciones y con el grado apropiado de libertad de elección entre jurisdicciones.

La elección intrajurisdiccional también es una posibilidad, sin embargo; y, en cierto modo, una más prometedora³⁰. Supongamos, por ejemplo, que un estado (digamos, Maryland) fuera a desarrollar una ley corporativa que ofreciera una alternativa real a la de Delaware –tal vez más pro-accionistas, más pro-administradores, o más eficiente en algún otro sentido– y comenzara a atraer a las compañías de Delaware en un número significativo. ¿Qué evitaría que Delaware copiara la ley de Maryland, al mismo tiempo manteniendo su ley preexistente para aquellas empresas que aún lo prefieran?

Dicho de una manera más general, ¿qué impediría al propio Delaware ofrecer un grupo completo de normas corporativas que compitan entre sí y permitir a las compañías elegir entre ellas? Después de todo, la verdadera competencia es entre formas, no entre estados. Delaware podría ofrecer, por ejemplo, una ley orientada a los accionistas, con amplios derechos para que los accionistas postulen y elijan a todos los directores anualmente, y con las reglas del British City Code que inhiban las tácticas defensivas en las tomas de control. Al mismo tiempo, como una opción alternativa, Delaware podría ofrecer una ley más pro administración que prevea, por ejemplo, un directorio que se perpetúe a sí mismo, más o menos a lo largo de las líneas de las *European industrial foundations*³¹. Y tal vez podría ofrecer una tercera forma en el medio, algo así como lo que tenemos ahora. Cada forma podría luego ser actualizada regularmente por ley y decisión judicial para mantener su carácter básico, sin dejar que se convierta en obsoleta. En resumen, si, como algunos han argumentado convincentemente, Delaware es efectivamente el único estado que está compitiendo por estatutos³², quizás pueda empezar a competir consigo mismo.

Esto es esencialmente lo que Delaware ha hecho con respecto a las sociedades cerradas. En un esfuerzo notable para mantenerse atractivo para los negocios, Delaware ha adoptado recientemente, como hemos señalado, cuatro nuevas leyes para dichas empresas. Sumado a su *close corporation statute* existente, ahora tiene cinco formas legales diferentes, adecuadas para las sociedades cerradas. Estas leyes se superponen sustancialmente, y son considerablemente redundantes. Pero, evidentemente porque algunas empresas podrían tener una preferencia

³⁰ Klausner (KLAUSNER, Michael. "Corporations, corporate law, and networks of contracts". Op. cit. pp. 837-841) también explora cuidadosamente, en el contexto de su teoría de red, el potencial de un solo estado para ofrecer a las empresas alternativas entre distintas reglas de Derecho Corporativo.

³¹ THOMSEN, Steen. "Foundation ownership and financial performance: do companies need owners?". En: *European Journal of Law and Economics* 18. 2004. pp. 343-364.

³² DAINES, Robert. "The incorporation choices of IPO Firms". En: *New York University Law Review* 77. 2002. pp. 1559-1610.

por un grupo de disposiciones supletorias sobre otro, Delaware simplemente ofrece todos. ¿Qué evitaría que Delaware haga lo mismo con una ley general aplicable a las sociedades mercantiles?

Hasta cierto punto, esto ya está sucediendo. El derecho corporativo ofrece disposiciones supletorias alternativas en varias áreas, y este enfoque de "menú"³³ cada vez se está volviendo más extendido. La elección de un directorio con renovación escalonada o voto acumulativo son ejemplos harto familiares. Y, más recientemente, vemos una variedad de nuevas reglas para optar hacia adentro o hacia afuera, incluyendo varias disposiciones anti tomas de control tales como las leyes sobre precio justo ya comentadas, o la disposición de Delaware para optar fuera de responsabilidad monetaria por el incumplimiento del deber de diligencia. Estamos empezado a desarrollar cierto conocimiento útil en cuanto a si es mejor estructurar una alternativa como una a la que uno pueda incorporarse o una que uno pueda excluir³⁴. Sin embargo, podría contarse con mayor conocimiento sobre el número y los tipos de alternativas que deberían ser ofrecidos.

La visión de la contratación delegada resalta la diferencia entre dos tipos distintos de alternativas legales. En primer lugar, hay opciones que son ofrecidas caso por caso, tales como la elección de una norma sobre precio justo. En segundo lugar, hay opciones entre sistemas completos de normas, tales como la elección entre constituir la empresa bajo una ley de sociedades mercantiles o una ley de compañías de responsabilidad limitada-LLC (o bajo la ley de corporaciones mercantiles de Delaware, en contraposición a la ley de sociedades mercantiles de California). También es posible tener enfoques intermedios en los que un grupo de términos alternativos se encuentran intervinclados, tales como dar la opción de adoptar algo como las reglas del British City Code sobre tomas de control, que limitan tanto las acciones de los potenciales adquirentes (la regla de oferta obligatoria) como las acciones de los administradores de la empresa objetivo (no aplicación de tácticas defensivas sin la aprobación de los accionistas). En términos generales, el

primer enfoque parece ser más adecuado cuando existe incertidumbre respecto de cuál es la regla más eficiente. El segundo enfoque, en cambio, parece ser más apropiado cuando las empresas difieren considerablemente en su estructura de propiedad o en su línea de negocio (por ejemplo, un fondo de inversión frente a una empresa industrial). El enfoque intermedio, a su vez, podría servir a cualquier propósito.

XI. CONCLUSIÓN

Hoy en día la ley de sociedades mercantiles está yendo simultáneamente en dos direcciones diferentes. En un extremo, principalmente en el ámbito de la sociedad cerrada o sociedades de propósito especial, la ley se está volviendo cada vez más contractual. Aquí, en el límite, el derecho de las organizaciones simplemente ofrece la separación de activos que define los derechos de los acreedores, y deja todas las relaciones entre los propietarios y administradores de los activos al diseño privado. En este extremo, el derecho de las organizaciones está comenzando a formar una continuidad con la legislación de contratación comercial, y las entidades legales se están convirtiendo en tan sólo garantías. En el otro extremo, en el ámbito de las sociedades cotizadas de propósito general, el derecho de las organizaciones, en contraste, se ve altamente regulado y parece resistirse a la contractualización. En efecto, parece estarse volviendo cada vez menos contractual, pues cada vez las leyes del mercado de valores, las reglas sobre listado en bolsas de valores y la Sarbanes-Oxley Act dictan en mayor medida las características de las estructuras permisibles.

La razón aparente para la divergencia es que la creciente sofisticación de la contratación financiera que está impulsando la contractualización en un extremo no ha estado acompañada de progresos en la resolución de los problemas de gobierno colectivo adaptable que impulsan el otro extremo. Como consecuencia, parece probable que los estatutos de las sociedades cotizadas seguirán siendo escritas por la mano visible del gobierno durante algún tiempo por venir.

³³ AYRES, Ian. "Regulating menus". Yale Law School Working Paper. 2005.

³⁴ LISTOKIN, Yair. "What do corporate default rules and menus do? an empirical examination". Op. cit. 2005.