

SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS Y COSTOS DE AGENCIA * **

Frank H. Easterbrook***

Daniel R. Fischel****

Al estudiar la interacción y evolución de las sociedades comerciales en el mercado se puede verificar una diferencia de costos de administración importante entre las sociedades anónimas cerradas y las abiertas. Dependiendo del modelo elegido se tendrán mayores ventajas o perjuicios dependiendo de la materia que se trate.

En este artículo, los autores indican por qué ninguna de las formas de organización señaladas tiene una ventaja decisiva sobre la otra en relación a sus costos de agencia. Así se verá cómo es que en realidad estamos ante esquemas que no implican un "mejor" o "peor" sino opciones que se ajustan a la conveniencia de los inversionistas y al funcionamiento de las Sociedades.

* El presente artículo fue publicado originalmente bajo el título "Close Corporations and Agency Costs" en Stanford Law Review 38. 1986. pp. 271-301. La traducción fue realizada por Milan Pejnovic, ex miembro de THEMIS. Agradecemos al doctor Claudio Lava, abogado, Magister en Derecho Comercial Internacional (LL.M.) por King's College London y asociado de Payet, Rey, Cauvi Abogados, por la supervisión de la traducción.

** Los autores agradecen a Timothy Brennan, George W. Dent, Jr., Thomas Jackson, Geoffrey Miller, Steven Shavell y a los participantes en los talleres de las Universidades de Georgetown, Harvard y Nueva York por sus útiles comentarios a los borradores preliminares. Este ensayo es parte de un proyecto mayor, "The Economic Structure of Corporate Law".

*** Abogado. Juez de la Corte de Apelaciones del Séptimo Circuito de los Estados Unidos de América. Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago.

**** Abogado. Profesor de Derecho de la Universidad de Chicago.

El análisis económico de la sociedad anónima abierta (*publicly held corporation*) se ha incrementando en los últimos años¹. Sin embargo se le ha dado poca atención a la forma más común de organización de empresas, como es la sociedad anónima cerrada (*closely held corporation*)². Esto no se debe a que el análisis de una comprende a ambas. Existe una diferencia fundamental entre las sociedades anónimas cerradas y las abiertas. La asunción del riesgo y la dirección de la empresa se encuentran separados en las sociedades anónimas abiertas pero no en las sociedades anónimas cerradas. La presencia o ausencia de esta separación de funciones determina los mecanismos de gobierno que han evolucionado en cada uno de estos dos tipos de empresa³.

Un problema central en el trabajo académico sobre sociedades anónimas cerradas es el alcance de los conflictos de interés. Algunos economistas afirman que como las mismas personas suelen ser al mismo tiempo administradores y accionistas dentro de una sociedad anónima cerrada, los problemas de *agencia* se minimizan⁴. Otros académicos creen que los accionistas de las sociedades anónimas cerradas se enfrentan a *riesgos de explotación*⁵. Este grupo de estudiosos ha propuesto normas jurídicas provenientes de la regulación de las sociedades colectivas (*partnerships*), incluyendo deberes fiduciarios especialmente fuertes y reglas que permiten a los accionistas de las sociedades anónimas cerradas retirar sus inversiones de la empresa.

Ninguna de las posiciones anteriormente mencionadas ha sido debidamente sustentada. No es útil entrar a debatir si es que los conflictos de interés son más o menos severos en las sociedades anónimas cerradas o en las abiertas. Cada forma de organización presenta sus propios problemas,

para los cuales se han desarrollado diferentes mecanismos de control. Tales problemas deben ser igualmente severos pero también deben ser los mecanismos igualmente efectivos –si no fuera así, las personas transferirían su dinero de una forma de empresa a la otra hasta que la *condición de equidad marginal* haya sido satisfecha. Dado que en el mundo existen tantos vehículos de inversión y tan diversos, ninguno ofrece opciones de retorno marcadamente superiores a los demás cuando las personas pueden elegir y cambiarse entre ellos. La mayoría de personas puede trabajar ya sea para sociedades cerradas o abiertas, y las sociedades abiertas pagan en efectivo o en acciones negociables. Una sociedad cerrada que prefiere que la dirección y la inversión recaigan en las mismas personas debe ofrecer mejores condiciones para atraer capital. Aún cuando hubieran habilidades para las cuales no existe mercado dentro de las sociedades abiertas, existen grandes cantidades de sociedades cerradas que deben competir entre ellas por el talento y el capital. Esta competencia constante requiere que las empresas hagan promesas creíbles (es decir, exigibles) de un igual o mayor retorno para así poder atraer capital. Las empresas cerradas pueden generar algunos tipos especiales de retornos; si las empresas familiares reducen los costos de agencia de la dirección, habrá mayores ganancias para compartir entre todos. Lo más que los grupos de control en una empresa cerrada pueden hacer es negarles a inversionistas externos estas ganancias adicionales, a las cuales los economistas llaman rentas. Los grupos que poseen recursos escasos, la habilidad para crear estas ganancias, recibirán rentas. No obstante, las empresas deben ofrecer a los inversionistas externos, y en promedio entregarles, al menos, el ratio de retorno ajustado a un nivel de riesgo, que es ofrecido por otro tipo de empresas.

- ¹ La cantidad de trabajos es demasiado extensa para poder citarlos en detalle. Para una pequeña muestra, véase WINTER, R. "Government and the corporation". 1978; EASTERBROOK y FISCHEL. "Corporate control transactions". Yale Law Journal 91. 1982. p. 698; KRAAKMAN. "Corporate liability strategies and the costs of legal controls". Yale Law Journal 93. 1984. p. 857; MANNE. "Mergers and the market for corporate control". Journal of Political Economy 73. 1965. p. 110. Economistas, abogados e incluso sociólogos han unido esfuerzos para entender el trasfondo económico del derecho corporativo. Al respecto, véase PRATT, J. y R. ZECKHAUSER. "Principals and agents: the structure of business". 1985.
- ² El único intento sistemático de analizar a las sociedades anónimas cerradas desde un punto de vista económico puede verse en MANNE. "Our two corporation systems: law and economics". Virginia Law Review. 1967. p. 259.
- ³ Esta dicotomía entre las sociedades anónimas cerradas y las abiertas es útil para realizar el análisis aún cuando no captura todas las variaciones. Los gerentes en las sociedades anónimas abiertas, por ejemplo, muchas veces son propietarios de cantidades significativas de acciones de la empresa para la que trabajan por lo que ellos también comparten un poco del riesgo del negocio. Véase DEMSETZ y LENH. "The structure of corporate ownership: causes and consequences". Journal of Political Economy 93. 1985. p. 1155. Por otro lado, muchas sociedades anónimas cerradas son financiadas por capital de riesgo, separando las funciones de gerencia de la asunción de riesgo. Empleamos el tratamiento dicotómico en el texto para ilustrar los diferentes tipos de incentivos y estructuras en juego, no para sugerir que las empresas se constituyen sólo en dos moldes.
- ⁴ Véase FAMA y JENSEN, "Separation of ownership and control". Journal of Law and Economics 26. 1983. p. 301; FAMA y JENSEN. "Agency problems and residual claims". Journal Law and Economics 26. 1983. p. 327.
- ⁵ Véase, por ejemplo, HETHERINGTON y DOOLEY, "Illiquidity and exploitation: a proposed statutory solution to the remaining close corporation problem" Virginia Law Review 63. 1977. p. 6. ("La posición de la minoría en una sociedad anónima cerrada es tan única como es precaria: ninguna otra forma de organización de negocios sujeta a un propietario a peligros duales de una pérdida completa de liquidez y una exclusión indefinida de compartir la rentabilidad de la empresa."); véase también O'NEAL, F. "Oppression of minority shareholders". 1975.

Las cosas pueden no salir como uno quiere en una empresa cerrada, como ocurre en otros tipos de empresas. Algunas promesas pueden no ser cumplidas y muchas expectativas pueden verse frustradas. Pero el retorno esperado, teniendo en cuenta el prospecto de ese tipo de eventos, debe ser igual al margen que tienen todos los tipos de empresas. Como resultado, no existe razón alguna para creer que los accionistas de una sociedad anónima cerrada o abierta van a ser más o menos “explotados”. No es posible adoptar una posición a priori acerca de la necesidad de un mayor intervencionismo legal en las sociedades anónimas cerradas o en las abiertas.

Este ensayo tiene la siguiente estructura: la Parte I discute la estructura económica de las sociedades anónimas cerradas. La Parte II analiza los mecanismos contractuales de monitoreo diseñados para reducir los problemas de agencia en sociedades cerradas y discute la exigibilidad de estos arreglos contractuales. La Parte III se concentra en los costos y beneficios de aquellas reglas legales diseñadas para ayudar a los accionistas minoritarios en sociedades anónimas cerradas y analiza críticamente el argumento que las reglas legales para sociedades anónimas cerradas deberían aproximarse a aquellas que regulan a las sociedades colectivas. La parte IV es la conclusión.

I. LA ESTRUCTURA ECONÓMICA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS

Las sociedades anónimas cerradas tienden a tener ciertas características comunes. Más importante aún, tienden a tener un número relativamente pequeño de administradores, quienes normalmente son los accionistas con mayor participación⁶. Dado que los inversionistas principales de la compañía son también sus gerentes, muchas veces es necesario restringir la posibilidad de que los inversionistas enajenen sus acciones. Esas restricciones incrementan la probabilidad de que aquellos que administran sean compatibles con el puesto. Cuando la compañía empieza como un negocio familiar, las restricciones también aseguran que el control se mantenga en la familia, lo que puede ayudar a reducir comportamientos oportunistas. Tanto las restricciones a la enajenación como la asignación de los cargos se vuelven más importantes cuando, como normalmente ocurre, la compañía decide distribuir sus ganancias en la forma de salario; los salarios son (normalmente) considerados como un costo deducible para las compañías por lo que se

reduce el monto de los impuestos por pagar. En la medida en que la distribución de las ganancias se encuentre divorciada de la propiedad formal de las acciones, es esencial usar mecanismos contractuales para mantener a las personas en puestos que les permitan recibir el retorno de sus inversiones.

Cuando las mismas personas administran y asumen el riesgo de una inversión, la empresa pierde los beneficios de la especialización de las funciones. Como los administradores deben también estar dispuestos a invertir capital y a correr riesgos, el universo de gerentes calificados es menor. De manera similar, los inversionistas en sociedades anónimas cerradas tienen altos porcentajes de su riqueza atados a una compañía, por lo que pierden acceso al mercado de capitales. En consecuencia, se convierten en tomadores de riesgos menos eficientes que los inversionistas en las sociedades anónimas abiertas, quienes pueden diversificar una mayor cantidad de sus portafolios. Sin embargo, cuando los proyectos son suficientemente pequeños y no necesitan una gran cantidad de gerentes con conocimientos especializados o grandes cantidades de capital, las sociedades anónimas cerradas pueden tener una ventaja comparativa.

La desventaja principal de las sociedades anónimas cerradas –falta de especialización– es también su principal ventaja. Dado que el número de participantes es pequeño y dado que ellos administran a la vez que asumen los riesgos de sus acciones, es altamente probable que cada uno de ellos descubra que aquello que es bueno para él es también bueno para la empresa (y para los demás participantes). Con todo, los administradores que son dueños de un gran porcentaje del capital de una empresa van a trabajar con más empeño que aquellos gerentes que son propietarios de pequeños porcentajes, y se van a ver involucrados en menos actuaciones donde prime su propio interés que aquéllos. Además, el pequeño número de accionistas que hay en las sociedades anónimas cerradas facilita el uso de vehículos contractuales (como se desarrolla en la parte II más abajo) y el monitoreo para reducir los problemas de agencia.

Aquellos que invierten en sociedades anónimas cerradas frecuentemente tienen relaciones familiares u otro tipo de relaciones personales además de sus relaciones comerciales. La naturaleza continua y no pecuniaria de estas relaciones reduce los problemas de agencia. El vínculo entre padres e hijos, por ejemplo, reduce

Frank H. Easterbrook
 Daniel R. Fischel

⁶ Estas características también pueden ser usadas para describir a las empresas unipersonales y a las sociedades colectivas de mediano tamaño. Véase FAMA y JENSEN. “Organizational forms and investment decisions”. *Journal of Financial Economics* 14. 1985. p. 101.

los conflictos de interés⁷.

Por otro lado, los inversionistas en sociedades anónimas cerradas carecen de un mercado público para sus participaciones (*claims*) (para nosotros, "participaciones" significan acciones representativas de capital, pero la deuda en sociedades anónimas cerradas puede ser también una participación residual)⁸. La ausencia de un mercado líquido tiene profundas implicancias. Muchos asumen que crea un riesgo único de explotación. Dado que los accionistas minoritarios no pueden disponer de sus acciones, señalan, los accionistas mayoritarios pueden "oprimirlos" destinando una cantidad desproporcionada de los ingresos de la empresa hacia ella misma, eventualmente forzando a los minoritarios a que vendan sus acciones a un precio castigado. Pero este argumento tiene poco que ver con la inexistencia de un mercado para las acciones. Consideremos casos extremos como aquéllos en los que un accionista mayoritario se apropia del 100 por ciento de los ingresos de la empresa para sí mismo. Incluso si un accionista minoritario tuviera la capacidad irrestricta de vender sus acciones, nadie se las compraría. La falta de liquidez no es el problema.

Existen, sin embargo, por lo menos cuatro formas en las que la falta de un mercado activo para las acciones de una empresa puede perjudicar a los inversionistas en sociedades anónimas cerradas. Primero, la ausencia de un mercado secundario hace que el valor de las participaciones residuales sea altamente incierto. Como no existe un valor de mercado para las acciones, y como las restricciones contractuales limitan el número de posibles compradores, incluso las transferencias permitidas de acciones se van a hacer más

difíciles por un problema de altos costos de transacción. El inversionista en una sociedad anónima cerrada que quiere retirar su inversión, por ejemplo, probablemente se enfrentará a una negociación bastante costosa que podría frustrar la transacción⁹. La alternativa es un precio determinado por una fórmula preestablecida, que pueda evitar transacciones cuando el precio dado por dicha fórmula difiere inevitablemente del precio real de las acciones.

Segundo, la falta de un mercado activo crea conflictos en lo que respecta a la política de dividendos y a otros tipos de distribuciones. Por ejemplo, un inversionista en una sociedad anónima cerrada que necesita grandes cantidades de efectivo en un momento específico podría verse perjudicado si la empresa decidiera retener grandes porcentajes de sus ingresos. Si los prestamistas no se encontraran dispuestos a aceptar las acciones de la empresa en garantía, los inversionistas podrían verse forzados a vender sus acciones a la empresa (a los otros accionistas) a un precio descontado. En cambio, el accionista de una sociedad anónima abierta que tiene las mismas necesidades no se preocuparía por la política de distribución de dividendos. La posibilidad de que los accionistas de una sociedad anónima abierta puedan crear "dividendos hechos en casa" mediante la venta de sus acciones en el mercado secundario elimina el uso de la retención de ingresos como un arma en contra de los accionistas minoritarios¹⁰.

Tercero, la ausencia de un mercado activo para las acciones excluye la posibilidad de confiar en el mercado de valores como un sistema de monitoreo. El mecanismo de toma de control –que limita aquellas conductas de los

⁷ No es por eso casualidad que alguno de los casos famosos relacionados con sociedades anónimas cerradas involucren situaciones donde estos lazos informales se hayan roto como consecuencia de una muerte o un divorcio. Véase, por ejemplo, "Galler v. Galler". 32 Ill. 2d 16, 203 N.E.2d 577. 1964; Al respecto "Radom y Neidorff". Inc., 307 N.Y. 1, 119 N.E.2d 563. 1954.

⁸ No hay ninguna diferencia fundamental entre deuda y participaciones equitativas desde una perspectiva económica. Véase MODIGLIANI y MILLER. "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". American Economic Review 48. 1958. p. 261. Ambos pueden asumir riesgo, lo cual los hace participaciones "residuales" en el sentido que el pago activa las fortunas de la empresa. Los inversionistas externos con frecuencia estructuran sus transacciones para que sus participaciones reciban un pago automático y una prioridad. Convencionalmente llamamos a estas participaciones menos riesgosas "deuda" y nos referimos a las participaciones que se otorgan para ganar el valor total de los retornos incrementados como "equidad", pero nada enciende eso. En la medida en que los acreedores asumen riesgos significativos en cualquier negocio, ellos tienen participaciones residuales en nuestra terminología; en la medida en que estas participaciones se encuentran en las manos de los inversionistas y no de los gerentes, hay una separación entre la gerencia y el riesgo del negocio. Cuando los títulos representativos de deuda de alto riesgo se encuentran en las manos de los gerentes, no existe dicha separación. Cuando los títulos representativos de deuda de terceros se encuentran garantizados o son tan pequeños que suponen un bajo riesgo, no hay una separación efectiva. La existencia tanto de títulos de deuda como de acciones puede traer nuevos problemas, tales como el incentivo que pueden tener los gerentes para incrementar el riesgo de los proyectos de la empresa para así incrementar las ganancias de los accionistas al mismo tiempo que someter a los otros acreedores a riesgos no compensados, pero este tema no se va a tratar en este ensayo. Véase SMITH y WARNER. "On financial contracting: an analysis of bond covenants". Journal of Financial Economics 7. 1979. p. 117.

⁹ Véase "Beerly v. Department of Treasury". 768 F.2d 942 (7th Cir. 1985); "Metlyn Realty Corp. v. Esmark, Inc.". 763 F. 2d 826, 834-38 (7th Cir. 1985). Es como si todas las transacciones requirieran una evaluación, trayendo muchas dificultades. Compárese FISCHER. "The appraisal remedy in corporate law". American Bar Foundation Research Journal. 1983. p. 875; KANDA y LEVMORE. "The appraisal remedy and the goals of corporate law". University of California Los Angeles Law Review 32. 1985. p. 429.

¹⁰ Véase FISCHER. "The law and economics of dividend policy". Virginia Law Review 67. 1981. p. 699; MILLER y MODIGLIANI. "Dividend policy, growth, and the valuation of shares" Journal of Business 34. 1961. p. 411.

administradores que no maximizan la riqueza de los inversionistas y al mismo tiempo transfieren activos a sus usos más valiosos— ayuda a alinear los intereses de los administradores con los de los inversionistas en las sociedades anónimas abiertas. En sociedades anónimas cerradas, donde se restringe la posibilidad de que personas ajenas a la empresa puedan adquirir acciones, el mercado para el control corporativo es poco importante con respecto a la creación de incentivos para operar eficientemente. Asimismo, las sociedades anónimas abiertas pueden estructurar paquetes de compensación que vinculan las ganancias de los administradores a los cambios en el precio de las acciones; las sociedades anónimas cerradas no pueden hacer lo mismo¹¹.

Cuarto, la falta de un mercado líquido para las acciones priva a los inversionistas desinformados de la protección que implica comprar a precio de mercado. Muchos compradores y vendedores compiten por adquirir información acerca de empresas públicas; la competencia y el constante intercambio ocasionan que el precio de las acciones refleje razonablemente bien la información existente sobre su valor¹². Esto a su vez otorga a los controladores que quieren atraer capitales, incentivos para hacer acuerdos que gocen de credibilidad frente a los inversionistas potenciales para así reducir sus miedos racionales. De lo contrario, las personas ajenas a la empresa van a pagar menos por las acciones de la misma. Este incentivo para hacer acuerdos que gocen de credibilidad no depende de la sofisticación de cada potencial inversionista en tanto el precio de mercado refleje la probabilidad de que aquellos que tienen el control puedan explotar a otros inversionistas. En un mercado público, incluso unos pocos investigadores proactivos pueden llevar el precio cerca del precio preciso. En otras palabras, es muy difícil que un inversionista haga, por lo menos desde una perspectiva ex ante, un mal negocio en una sociedad anónima abierta. Él se encuentra protegido por aquellos que participan constantemente en el intercambio de acciones, los cuales se encuentran altamente informados y determinan el precio del mercado. Lo anterior no es verdad para el caso de las sociedades anónimas cerradas debido a que no existe un precio de mercado.

Pero es un error concluir que los accionistas de

una sociedad anónima cerrada se enfrentan a riesgos únicos de abuso. También es un error argumentar lo contrario —que los accionistas en las sociedades anónimas abiertas se enfrentan al riesgo de verse explotados como consecuencia de la separación entre la propiedad y la dirección que existe en ese tipo de empresas. Es mucho más útil entender los diferentes problemas de agencia que existen en ambos tipos de empresas y los diferentes mecanismos que se han desarrollado para controlarlos.

II. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS Y ABIERTAS

En cada proyecto de inversión los inversionistas se preocupan sobre la posibilidad que la forma de actuar de terceros vaya a reducir los retornos que recibirían de dicha inversión. Aquellos que intentan atraer el dinero de terceros tienen incentivos para adoptar mecanismos de gobierno corporativo que respondan a las preocupaciones de los potenciales inversionistas. Las sociedades anónimas cerradas y abiertas tienden a tener diferentes mecanismos de gobierno debido a que tienen estructuras económicas diferentes.

A. La relación entre la gestión y el riesgo

Cuando la gestión y el riesgo se encuentran separados, como ocurre en las sociedades anónimas abiertas, los incentivos para que los gerentes actúen eficientemente son débiles debido a que ellos no asumen los costos ni reciben los beneficios de sus acciones. Además, es difícil (y costoso) para los inversionistas supervisar el comportamiento de los administradores. Los inversionistas frecuentemente son propietarios de acciones en varias empresas pero solo son propietarios de un porcentaje pequeño de acciones en cada una de ellas. En consecuencia, no tienen acceso a mucha información. Los costos de adquirir (y evaluar) información exceden los beneficios que cualquier inversionista puede recibir por dicha búsqueda; ni siquiera un inversionista informado puede determinar el actuar de la empresa, por lo que no resulta rentable estar informado.

Las sociedades anónimas cerradas han desarrollado una amplia gama de mecanismos de

Frank H. Easterbrook
Daniel R. Fischel

¹¹ Sobre el rol del Mercado en el control corporativo, véase "Symposium on the market for corporate control". *Journal of Financial Economics* 11. 1983; sobre los paquetes de compensación para los gerentes, véase "Symposium on management compensation and the managerial labor market". *Journal of Accounting and Economics* 7. 1985. Véase también EASTERBROOK, "Managers' discretion and investors' welfare: theories and evidence". *Delaware Journal of Corporation Law* 9. 1984. p. 540.

¹² Véase GILSON y KRAAKMAN. "The mechanisms of market efficiency". *Virginia Law Review* 70. 1984. p. 549; GORDON, J. y L. KORNHAUSER. "Efficient markets, costly information, and securities research". 1984. (Manuscrito no publicado).

gobierno que alinean los intereses de los gerentes con los de los inversionistas¹³. Por ejemplo, los directores independientes, contadores, banqueros de inversión y analistas suelen supervisar la conducta de los gerentes. Las participaciones residuales son intercambiadas libremente en el mercado y conllevan derecho a voto. Esto facilita la asunción eficiente del riesgo, la acumulación de grandes paquetes de acciones y las transferencias de control, asegurando al mismo tiempo que los equipos gerenciales tengan incentivos para maximizar el valor de la compañía. De la misma manera, los acuerdos de compensación vinculan los cambios en los ingresos de los gerentes con el rendimiento de la empresa. Estos mecanismos reducen la inevitable discrepancia de intereses que resultan de la separación entre la gestión y el riesgo.

Debido a que las sociedades anónimas cerradas no separan la gestión del riesgo, la supervisión es menos costosa. Así, es menos importante la existencia de supervisión externa sobre los gerentes¹⁴. Pero la falta de separación exige la existencia de otros tipos de mecanismos de gobierno. Hemos mencionado que las empresas restringen la posibilidad de transferir las acciones para asegurar que aquellos que son inversionistas sean también compatibles para ejercer los cargos de gerencia. Esas restricciones también preservan los acuerdos sobre distribución de ganancias. Cuando un gerente se retira o fallece, él o su patrimonio dejan de percibir el componente correspondiente al salario que se incluye en el pago de los retornos de su inversión. Cada vez que un gerente deja su cargo, puede que sea necesario transferir sus acciones también. Los acuerdos de compra solucionan los problemas de falta de liquidez. Los acuerdos sobre dividendos, que requieren que la empresa pague dividendos si el patrimonio de la empresa alcanza una cierta cantidad de fondos, pueden también servir para solucionar el mismo problema.

Otra preocupación común para los inversionistas minoritarios en las sociedades anónimas cerradas es que aquellos que tienen el control de la empresa preferirán favorecerse a la hora de distribuir las ganancias. Cualquier sistema que distribuya ganancias parcialmente a través de los salarios presenta este peligro. No existe una presunción en el sentido que aquellos que han invertido cantidades iguales tienen derecho

a percibir salarios iguales por su trabajo como gerentes. De esta manera, aquellos que tienen el control, indisciplinados por el monitoreo externo, pueden declarar salarios desproporcionadamente altos para ellos mismos. Los potenciales inversionistas que reconocen esta posibilidad serán reacios a convertirse en accionistas. Pero los mecanismos contractuales han evolucionado para responder a ese problema. Estos incluyen requisitos de mayorías y quóruns calificados, así como contratos de trabajo y acuerdos acerca de la retribución, que hacen difícil que aquellos que tienen el control actúen sin el consentimiento de los accionistas minoritarios. Los acuerdos para mantener a determinadas personas en sus puestos de trabajo permiten que aquellos que no tienen el control reciban retornos por sus inversiones.

Mientras más poder tengan los accionistas minoritarios, existen más posibilidades de que se llegue a situaciones de bloqueo en la toma de decisiones. La posibilidad de una situación de bloqueo también existe cuando el número de accionistas es pequeño y las acciones se han distribuido de tal forma que los votos se pueden repartir de forma equitativa. Cuando existe el riesgo de llegar a un bloqueo en la toma de decisiones, las partes frecuentemente crean mecanismos de salida –por ejemplo, arbitraje, fideicomiso de acciones y la presencia de terceros que tienen derecho a voto solo para romper las situaciones de bloqueo. Ninguna de las opciones anteriores carece de costos; en efecto, mientras más fácil sea salir de un bloqueo, se darán más situaciones de bloqueo. Los bloqueos normalmente surgen de la búsqueda de rentabilidad (cada inversionista oportunistamente demanda un pedazo más grande de la torta), y por ende una respuesta racional frente al costo de la búsqueda de rentabilidad pueden ser los mecanismos que hacen que romper el bloqueo sea costoso. Regresaremos a este punto más adelante cuando discutamos sobre la disolución.

B. La relación entre las reglas legalmente establecidas y los mecanismos de gobierno

Alguna vez las cortes vieron con suspicacia los mecanismos contractuales que resultaban inusuales en las sociedades anónimas cerradas. Hoy en día, sin embargo, las cortes tienden a hacer cumplir las reglas adoptadas por las partes. La

¹³ Para una discusión más extensa sobre mecanismos de gobierno corporativo en sociedades anónimas abiertas véase EASTERBROOK. Op. cit. Loc. cit.; FISCHER y BRADLEY. "The role of liability rules and the derivative suit in corporate law: a theoretical and empirical analysis". Cornell Law Review. 1986 (próximo a publicarse); véase también EASTERBROOK y FISCHER. "Mandatory disclosure and the protection of investors". Virginia Law Review. 1984. pp. 669 y 673-692.

¹⁴ El pequeño tamaño de las sociedades anónimas cerradas hace que valga menos la pena incurrir en los costos adicionales que implica un monitoreo externo.

evolución del derecho corporativo desde reglas obligatorias hacia reglas facultativas permite a los participantes en ambos tipos de empresas tener una mayor flexibilidad a la hora de estructurar su empresa¹⁵. Algunos estados han establecido normas especiales para las sociedades anónimas cerradas en reconocimiento a las necesidades particulares de los participantes en este tipo de empresas¹⁶. Estas normas, como la mayoría de leyes facultativas, imponen restricciones mínimas a la posibilidad de que los participantes entablen cualquier tipo de arreglo contractual a menos que impliquen perjuicios a terceros.

El sistema del "Common Law" ha seguido el camino de reconocer los arreglos contractuales. En los comienzos del "Common Law", las transacciones entre un director interesado y la empresa eran nulas o anulables sin importar las circunstancias¹⁷. Nada de eso ocurre hoy en día. Si los directores divulgan información sobre sus transacciones y son monitoreados por supervisores que actúan en interés de los inversionistas –ya sean directores independientes o cortes analizando las condiciones de mercado– ellos pueden hacer casi todo lo que deseen¹⁸.

Muchas decisiones iniciales eran hostiles frente a los arreglos privados, incluyendo restricciones a la enajenación¹⁹, acuerdos de voto²⁰ y acuerdos que limitan la discreción de los directores²¹. El razonamiento detrás de estas decisiones era normalmente mecánico; los jueces no sabían o no les importaba lo que las partes querían lograr con tales acuerdos a la luz de la estructura económica de una sociedad anónima cerrada. En el famoso caso de *McQuade v. Stoneham*²², por ejemplo,

la corte determinó que era inválido el acuerdo entre un accionista mayoritario y dos accionistas minoritarios adoptado al momento en que *McQuade*, uno de los accionistas minoritarios, hizo la compra de sus acciones. El acuerdo señalaba que las partes usarían sus "mejores esfuerzos" para lograr que ellos se mantuvieran como directores y funcionarios. En el acuerdo se designó a *McQuade* como tesorero con una retribución de \$7,500. El acuerdo además señalaba que no podía haber cambios en los salarios ni acciones que pudieran poner en peligro o interferir con los derechos de los accionistas minoritarios, sin el consentimiento de la totalidad de los accionistas. Como parte de la transacción, *McQuade* le pagó a *Stonham*, el accionista que tenía el control de la empresa, \$50,338.10 por sus acciones. Tiempo después, *McQuade* fue reemplazado como tesorero, y él intentó hacer efectivo el acuerdo. La corte se negó, explicando que el contrato era ilegal y nulo dado que impedía al directorio, bajo sanción de incurrir en responsabilidad legal, cambiar de directores, de salarios, de políticas o mantener a individuos en sus puestos, excepto si obtenían el consentimiento de las partes contratantes²³.

La corte nunca consideró la razón por la que las partes firmaron dicho acuerdo. *McQuade* estaba interesado en invertir \$50,000 pero quería reducir la posibilidad de que el accionista mayoritario, *Stonham*, pudiese negarle el retorno correspondiente a su inversión. Para incentivar a *McQuade* a invertir, *Stonham* garantizó a *McQuade* un retorno mínimo (los \$7,500 de salario) y también le dio el poder de vetar cualquier cambio material al acuerdo inicial. Sin estos acuerdos, *McQuade* hubiera tenido menos incentivos para invertir,

¹⁵ El ejemplo clásico de una norma que reconoce la autonomía de la libertad en estos temas es el Código de Delaware, el cual le da a los inversionistas tanto de sociedades anónimas abiertas como cerradas un grupo de normas dispositivas que admiten pacto en contrario. Véase, por ejemplo, Delaware Code Annotated. Tít. 8, § 141(a). 1974. (business of corporation shall be managed by or under direction of board of directors unless otherwise provided in certificate of incorporation); *Ibid.* § 141(k) (directors may be removed with or without cause unless certificate of incorporation provides otherwise); *Ibid.* § 212(a) (each stockholder is entitled to one vote per share unless otherwise provided in the certificate of incorporation).

¹⁶ Véase, por ejemplo, Delaware Code Annotated tit. 8, §§ 341-356. 1974; Illinois Revised Statutes. ch. 32, §§ 1201-1216 (Supp. 1985); Pennsylvania Statutes Annotated tit. 15, §§ 1371-1386 (Purdon Supp. 1985). Para un ejemplo de la tendencia moderna de permitirle a los participantes de sociedades anónimas cerradas una mayor flexibilidad, véase Report of Committee on Corporate Laws, "Proposed statutory close corporations supplement to the Model Business Corporation Act". Business Lawyer 37. 1981. p. 269. The American Bar Association Committee on Corporate Laws adopted the Supplement on June 21, 1982. Véase Report of Committee on Corporate Laws, "Statutory close corporations supplement to the Model Business Corporations Act". Business Lawyer 38. 1983. p.1031.

¹⁷ Véase, por ejemplo, "GlobeWoolen Co. v. Utica Gas y Elec. Co.", 224 N.Y. 483, 121 N.E. 378. 1918.

¹⁸ Véase, por ejemplo, "Weinberger v. UOP, Inc.", 457 A.2d 701. 1983; "Zapata Corp. v. Maldonado", 430 A.2d 779 1981; "Puma v. Marriott", 283 A.2d 693. 1971; "Auerbach v. Bennett", 47 N.Y.2d 619, 393 N.E.2d 994, 419 N.Y.S.2d 920. 1979; Delaware Code Annotated tit. 8, § 144. 1983.

¹⁹ En casos antiguos algunas veces se veía a las acciones como propiedad y se ignoraba el interés mutuo de los participantes de restringir la posibilidad de enajenarlos contractualmente. Para saber sobre esta discusión, Véase PAINTER. "Stock transfer restrictions: continuing uncertainties and a legislative proposal". Villanova Law Review 6. 1960. p. 48.

²⁰ Véase, por ejemplo, "Bostwick v. Chapman" (Shepaug Voting Trust Cases). 60 Conn. 553, 24 A. 32. 1890; "Warren v. Pim". 66 N.J. Eq. 59 A. 773. 1904. p. 353.

²¹ Véase, por ejemplo, "McQuade v. Stoneham". 263 N.Y. 323, 189 N.E. 234. 1934. "Manson v. Curtis". 223 N.Y. 313, 119 N.E. 1918. p. 559.

²² 263 N.Y. 323, 189 N.E. 1934. p. 234.

²³ *Ibid.* p. 330; 189 N.E. at 237.

pagando menos por las acciones, o hubiera demandado el pago de beneficios por despido. Cualquiera de las opciones anteriores hubiera sido peor para todas las partes involucradas. Al invalidar el acuerdo, la corte permitió que Stoneham no cumpliera con las garantías que hicieron que McQuade invirtiera. Es difícil entender qué política pública podía perseguir la decisión anterior²⁴.

McQuade es un fósil. Hoy en día las cortes ejecutan todo tipo de acuerdos adoptados voluntariamente entre los inversionistas de sociedades anónimas cerradas. En el caso *Clark v. Dodge*²⁵, por ejemplo, la corte que decidió el caso McQuade ejecutó un acuerdo que especificaba que un accionista minoritario debía continuar en su puesto y recibir un cuarto del ingreso neto como salario o dividendos²⁶. De forma similar, en *Galler v. Galler*²⁷, la Corte Suprema de Illinois confirmó un acuerdo de accionistas que contemplaba pagos de salarios y dividendos a los mismos accionistas, así como a sus familiares inmediatos aún cuando muriera uno de los firmantes originales²⁸. Otras cortes han confirmado acuerdos que permiten el uso de arbitraje o de terceros para solucionar situaciones

de bloqueo²⁹ y restricciones a la enajenación de acciones³⁰. Muchas legislaciones codifican esta tendencia de hacer cumplir los acuerdos que mejor convengan a los inversionistas de sociedades anónimas cerradas³¹.

Los requisitos usuales para un contrato válido –por ejemplo, la notificación de sus términos, la ausencia de perjuicios a terceras personas– se aplican a los acuerdos corporativos. Las restricciones contractuales a la enajenación de acciones generalmente deben ser recogidas en los certificados de acciones y en los estatutos de la empresa³². Las notificaciones protegen a los subsecuentes inversionistas y a los potenciales cesionarios (incluyendo a los acreedores) que no son parte del acuerdo original. Los acuerdos que crean fideicomisos de votos, donde el derecho a votar se encuentra separado de la titularidad de las acciones, también son válidos siempre y cuando sean comunicados³³. De igual manera, aquellos acuerdos que no han sido adoptados por la unanimidad de los accionistas se encuentran sujetos a un mayor control por parte de los jueces que aquellos acuerdos que requieren unanimidad,

²⁴ Ver *Kaplan v. Block*, 183 Va. 327, 31 S.E.2d 893, 1944. (acuerdos que se deban dar solo por unanimidad van en contra de la política pública porque crean la posibilidad de que se den puntos muertos. La corte en *Kaplan* ignoró la situación especial a la que se enfrentan los inversionistas en las sociedades anónimas cerradas. Las partes en *Kaplan* puede que hayan concluido que la protección que brindaba una decisión por unanimidad sobrepasaba los costos potenciales).

²⁵ 269 N.Y. 410, 199 N.E. 641, 1936.

²⁶ Véase también *Zion v. Kurtz*, 50 N.Y.2d 92, 405 N.E.2d 681, 428 N.Y.S. 199, 1980. (acuerdo que requería unanimidad para tomar acuerdos es confirmado por la corte no obstante no cumplía con lo señalado por las normas; *Jones v. Williams*, 139 Mo. 1, 39 S.W. 486, 1897. (se decide confirmar un acuerdo que obliga a mantener a un inversionista como gerente. Sin embargo, véase *Long Park, Inc. v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*, 297 N.Y. 1948, pp. 174-177 N.E.2d, p. 633. (acuerdo sobre unanimidad para tomar decisiones en el directorio es invalidado porque no le permite a los directores del poder de elegir a los gerentes y a operar el negocio).

²⁷ 32 Ill.2d. 1964, p. 16, 203 N.E.2d, p. 577.

²⁸ *Galler* puede ser ampliamente interpretado como la convalidación de todo tipo de acuerdos tomados en Sociedades Anónimas Cerradas sin que exista perjuicio alguno a terceros. Esta interpretación, sin embargo, fue rechazada en *Somers v. AAA Temporary Serv., Inc.*, 5 Ill. App. 3d 931, 284 N.E.2d, pp. 462 (1972) (se invalida un acuerdo de accionistas por el cual redujeron el número de directores de la compañía, esto porque por ley se decía que los directores son los únicos que tienen el poder para ejercer esta decisión salvo que los accionistas se reserven en el derecho expresamente en el Estatuto). *Galler* se distinguió en la práctica por la convalidación de un acto sin autorización expresa. Un modo de reconciliar *Galler* con *Somers* es que a diferencia del primero, en *Somers* la acción iba a afectar negativamente a terceros, en este caso los directores, quienes iban a acogerse a lo establecido en el Estatuto.

²⁹ Véase, por ejemplo, *Lehrman v. Cohen*, 43 Del. Ch. 222, 222 A.2d 800, 1966; Al respecto, *VOGEL*, 25 A.D.2d 212, 268 N.Y.S.2d 237, 1966, *aff'd*, 19 N.Y.2d 589, 224 N.E.2d 738, 278 N.Y.S.2d 236, 1967.

³⁰ Véase, por ejemplo, *Colbert v. Hennessey*, 351 Mass. 131, 217 N.E.2d 91, 1966; *Allen v. Biltmore Tissue Corp.*, 2 N.Y.2d 534, 141 N.E.2d 812, 161 N.Y.S.2d 418, 1957. Véase también *RAFE v. HINDIN*, 29 A.D.2d 481, 288 N.Y.S.2d 662, 1968. (*contractual restriction on transferability void because certificates of stock are "property" and thus not subject to unreasonable restraints on alienation*).

³¹ Véase, por ejemplo, *Model Business Corporation Act § 20(a)* (Close Corp. Supp. 1984) ("The shareholder of a statutory close corporation may by unanimous action enter into one or more written agreements to regulate the exercise of the corporate powers and the management of the business"); *Ibid.*, § 20(b) (acuerdos reduciendo el directorio o eliminándolo son válidos); *Delaware Code Annotated* 8, § 350. 1974 (Los acuerdos de accionistas de una Sociedad anónima cerrada son válidos: "on the ground that it so relates to the conduct of the business and affairs of the corporation as to restrict or interfere with the discretion or powers of the board of directors").

³² Véase, por ejemplo, *Biltmoe Tissue*, 2 N.Y.2d at 534, 141 N.E.2d at 812, 161 N.Y.S.2d p. 418; *Delaware Code Annotated* tit. 8, § 202. 1974. Hay un paralelo interesante que no perseguimos, el rol de *notice statutes* en el derecho comercial. Véase *BAIRD*, "Notice filing and the problem of ostensible ownership", *Journal of Legal Studies* 12, 1983.

³³ Véase, por ejemplo, *Delaware Code Annotated* tit. 8, § 218. 1974. Curiosamente la legislación de Delaware restringe los *voting trusts* a un período de diez años; *Ibidem*. Otras jurisdicciones tienen la misma limitante. Véase, por ejemplo, *California Corporations Code* § 706(b). 1977. El nuevo *Close Corporation Supplement of the ABA's Model Act*, sin embargo, ha eliminado esta restricción. *Model Business Corporation Act § 34* (Close Corp. Supp. 1984). Para razones sobre por qué se puede ser escéptico frente a una extendida separación del voto del *residual claim*, véase *EASTERBROOK* y *FISCHEL*, "Voting in corporate law", *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp. 395, 403-406, 410-411.

porque existe la posibilidad de perjudicar a los accionistas que no participan en la adopción del acuerdo³⁴. Finalmente, los acuerdos de accionistas, incluso si son adaptados por unanimidad, pueden ser invalidados si perjudican a los acreedores³⁵.

III. EL ROL DEL DERECHO CORPORATIVO EN LA AUSENCIA DE ACUERDOS DE ACCIONISTAS

A. ¿Importan realmente las reglas establecidas por el Derecho?

El derecho corporativo, tanto en lo concerniente a las normas de derecho positivo como al desarrollo judicial, se entiende mejor como un grupo de términos estándar que reducen los costos de contratación³⁶. Como consecuencia de la diferencia en la estructura de los dos tipos de empresas, diferentes términos estándar pueden ser más beneficiosos para cada uno. Así, muchos estados establecen reglas automáticas para la disolución involuntaria en las sociedades anónimas cerradas pero no en las abiertas. Efectivamente, el desarrollo tan anunciado de normas especiales³⁷ para sociedades anónimas cerradas reconoce la utilidad de un grupo de presunciones hechas a la medida de las sociedades anónimas cerradas.

La importancia de dichas normas, sin embargo, ha sido exagerada. Las normas recogen muchos de los términos y condiciones que las personas han venido negociando por años, con o sin disposiciones legales. En la medida en que los términos establecidos por dichas normas puedan ser adoptados o rechazados a través de un contrato, como ocurre hoy en día con las normas facultativas, la principal contribución de

las normas especiales para sociedades anónimas cerradas es el ahorro, probablemente reducido, de costos de transacción para llegar a la solución querida.

En varias situaciones, las reglas establecidas por el derecho juegan un rol más importante. La más obvia es cuando hay que tratar con terceras personas y no es posible contratar de forma voluntaria. Ejemplos conocidos son la limitación de responsabilidad en casos de responsabilidad civil extracontractual y las reglas sobre tributación. Las normas legales también cobran relevancia cuando se trata de asuntos que no pueden ser modificados por acuerdo. La existencia de reglas inmutables es rara, pero existen unas cuantas³⁸. Las normas legales normalmente cobran importancia cuando las partes las ignoran hasta el momento que surge un conflicto; allí se encuentran obligados por lo que sea que digan las normas. Muchos autores han argumentado que esa ignorancia es generalizada y que la ley que regula a las sociedades anónimas cerradas es defectuosa porque no logra proteger a aquellos inversionistas ignorantes, particularmente los accionistas minoritarios, quienes no saben lo suficiente como para protegerse a sí mismos a través de contratos³⁹. La verdad es que es imposible saber en qué medida los accionistas minoritarios ignoran los problemas que se podrían presentar y por ende no logran protegerse efectivamente de ellos. Alguna evidencia casual sugiere que las sociedades anónimas cerradas normalmente hacen transacciones respecto de lo establecido por las normas legales (por ejemplo, mediante la eliminación de su propia responsabilidad limitada). En efecto, los participantes en las sociedades anónimas cerradas se encuentran

³⁴ Véase, por ejemplo, *Odman v. Oleson*, 319 Mass. 24, 64 N.E.2d 439, 1946; *CHRISTAL v. PETRY*, 275 A.D. 550, 90 N.Y.S.2d 620, 1949.

³⁵ Véase, por ejemplo, *GALLER*, 32 Ill. 2d. p. 16; 203 N.E.2d. p. 577.

³⁶ Robert Clark ha argumentado que es equivocado pensar que una empresa es un conjunto complejo de contratos explícitos e implícitos. CLARK, "Agency costs versus fiduciary duties". En: *Principal and agents: the structure of business*. Op. cit. pp. 55, 59-71. El afirma que muchos inversionistas no contratan de forma explícita y que ellos dependen de reglas establecidas por ley antes que en reglas determinadas entre privados, y que el contenido de los contratos implícitos puede ser indeterminado. Eso es verdad. Pero como todos los participantes –ya sean proveedores de trabajo, bienes, servicios, de capital en forma de deuda o capital en forma de acciones– están participando en el mismo juego por lo que no existe influencia alguna de terceros. Las reglas que crean riesgos innecesarios o evitan crear eficiencia empresarial van a llevar a que se den ajustes en los precios que pueden dejar a todos en una peor situación, existan o no existan contratos. Cf. EPSTEIN, "The social consequences of common law rules". *Harvard Law review* 95, 1982, p. 1717. "contract –or expectation– defeating rules will not alter the relative wealth of the parties, although they may make all worse off". Todas las empresas, inclusive las más rudimentarias, se basan en algunos contratos explícitos muy complicados. Cualquier sistema legal que reconoce la validez de contratos explícitos debe lidiar con los espacios que los creadores de las normas dejan, y ellos dejan espacios porque las condiciones son cambiantes después de que los contratos iniciales se han firmado. Creemos que es bueno entender que el silencio en los contratos explícitos es un problema de los mismos contratos –las partes lo podrían solucionar si quisieran y si estuviesen dispuesto a asumir los costos de transacción y hasta que lo hagan, es mejor seleccionar normas que promueven la riqueza conjunta de las partes que aquellas que eliminan estas preferencias anticipadas.

³⁷ Véase, por ejemplo, O'NEAL, "Close corporations: existing legislation and recommended reform". *Business Lawyer* 33, 1977, p. 873.

³⁸ MD. CORPS. y ASS'NS CODE ANN. §§ 4-504, 4-601 (1975 y Supp. 1979) ("prohibition of mergers or transfers of assets of closely held corporations absent unanimous consent which cannot be varied by agreement").

³⁹ O'NEAL, Op. cit. p. 881 ("Statutory protection is needed for minority shareholders who fail to bargain for and obtain protective contractual arrangements. Although most state corporation statutes validate(...) shareholders' agreements designed to protect minority shareholders, no statute(...) furnishes adequate self-executing protection for minority shareholders who have failed to bargain for special charter or bylaw provisions or for protective clauses in shareholders' agreements").

mejor informados sobre sus derechos y obligaciones que aquellos que participan en sociedades colectivas o sociedades anónimas abiertas. A menudo los inversionistas en empresas cerradas ponen en juego una gran cantidad de su capital, y la falta de diversificación (comparada con la de los inversionistas de las sociedades anónimas abiertas) los induce a cuidar mucho su inversión. Las sociedades colectivas pueden surgir automáticamente por mandato de la ley sin acuerdo expreso de las partes, mientras que las sociedades anónimas cerradas solo existen como resultado de la firma de un documento formal y (usualmente) la colaboración de un abogado. El abogado se encuentra especializado en brindar información; aquellas cuestiones que nunca se les ocurre a las partes ya han sido planteadas y resueltas por otros hace mucho tiempo, y el abogado les transmite esta experiencia acumulada⁴⁰. Este proceso de aprendizaje (a través del consejo de un abogado) de los errores de otros parece funcionar razonablemente bien a la hora de establecer términos contractuales inteligentes para una sociedad anónima cerrada. La teoría de la ignorancia predice que los inversionistas en sociedades anónimas cerradas no podrían establecer restricciones a las transferencias de acciones, pero éste no es el caso.

De acuerdo con nuestro argumento, si los documentos constitutivos no contemplan, por ejemplo, la disolución solicitada por cualquiera de los inversionistas, pero al mismo tiempo contemplan restricciones a las transferencias de acciones, esto implica que las partes decidieron establecer esta segunda disposición pero no la primera. Aún así, el hecho de que las partes no hayan incluido una determinada disposición contractual, es ambiguo. Puede significar que las partes no querían dicha disposición, pero también podría significar que eran ignorantes. Tampoco podemos obtener mucha información a partir de la frecuencia con que se emplea un determinado mecanismo. Si el noventa por ciento (90%) de todas las sociedades anónimas cerradas explícitamente establecieron que la disolución no se encuentra disponible, esto puede significar que el otro diez por ciento (10%) olvidó esta disposición favorable o que tienen una diferencia estructural que hace que esta provisión no sea adecuada para su empresa.

Los redactores de los documentos constitutivos de una sociedad anónima cerrada no pueden evitar un intercambio. Por un lado, deben otorgar alguna protección a los accionistas minoritarios

para asegurarse de que ellos van a recibir retornos adecuados a su inversión si la empresa obtiene utilidades. Por otro lado, no pueden otorgar a las minorías demasiados derechos, debido a que la minoría podría ejercitar sus derechos en una forma oportunista para reclamar retornos a expensas de los accionistas mayoritarios. Los redactores se deben preocupar también por la posibilidad de que los jueces se equivoquen al interpretar el alcance de los derechos de los accionistas minoritarios. El derecho a la disolución voluntaria y la imposición de estrictos deberes fiduciarios – los dos derechos cuya omisión es comúnmente atribuida a la ignorancia– crean justamente este tipo de problemas. A la luz de los costos potenciales de estas protecciones, es concebible, incluso seguro que existan situaciones en las cuales las partes decidan que están mejor sin ellas. Esto hace que sea inapropiado decir que esos términos contractuales son una norma. Además, los costos de ciertos términos contractuales diseñados para proteger a los accionistas minoritarios hace que no sea obvio que esos términos deban encontrarse recogidos por la ley, aun cuando muchas o todas las partes sean ignorantes al momento de la inversión inicial.

B. El derecho incondicional a retirar la inversión

Las empresas tienen una vida perpetua. Como los accionistas minoritarios pueden encontrarse en una situación en la cual ellos reciben poco o nada como retorno de su inversión, el derecho corporativo ha permitido desde hace tiempo a los accionistas minoritarios solucionar dicho problema por intermedio de una disolución involuntaria en algunas pocas situaciones, incluyendo situaciones de bloqueo. Una disolución involuntaria requiere una valorización del negocio (ya sea por parte de la corte o por intermedio de la venta del negocio a una tercera persona) y la distribución del producto de dicha disolución al accionista que interpuso el reclamo. Alternativamente, una o más de las partes pueden comprar las participaciones de los otros en una transacción negociada.

Las cortes han permitido muy pocas disoluciones involuntarias. Las leyes normalmente requieren, ya sea la existencia de una situación de bloqueo que hace que la continuación del negocio sea imposible o ya sea la existencia de alguna forma de conducta inapropiada por parte de aquellos en control que pueda poner en grave riesgo al negocio. El "Model Act", por ejemplo, autoriza la disolución involuntaria si la situación de bloqueo

⁴⁰ Para una demostración del uso de los servicios legales para promover transacciones económicas eficientes, véase GILSON. "Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing". Yale Law Journal 94. 1984. p. 239.

causa daños irreparables o si aquellos en control “están actuando de una forma ilegal, abusiva, fraudulenta o injustamente perjudicial” frente al accionista que presenta el reclamo⁴¹. La mayoría de legislaciones contienen normas similares⁴².

Incluso cuando se ha cumplido con los criterios relevantes establecidos por las normas, las cortes se han negado a otorgar disoluciones involuntarias. En el caso *Radom v. Neidorff, Inc.*⁴³ para tomar un ejemplo muy conocido, la corte se negó a disolver una empresa rentable a pedido de uno de los dos accionistas (que tenían iguales participaciones), aun cuando el otro se había negado a firmar los cheques de las remuneraciones y no contribuía a la gestión del negocio. Otras cortes también se han negado a ordenar la disolución involuntaria de empresas rentables, aun cuando se trataba de casos en los que aquellos en control estaban actuando ilegalmente⁴⁴. Estas decisiones han dejado a la mayoría de académicos entre perplejos y apopléticos ¿Por qué deberían los inversionistas verse echados por siempre en una lucha mortal, echando por tierra negocios rentables?

La respuesta está cercanamente relacionada a la razón por la que las personas no pactan cláusulas relacionadas a la disolución de la empresa en sus contratos desde un inicio. Si es fácil disolver una empresa, se van a dar más situaciones de bloqueo, es decir, más acusaciones de abuso. La amenaza de crear una situación de bloqueo (o acusación de abuso) puede ser usada para inducir a las otras partes a entregarles más porciones de las utilidades de la empresa. La anticipación de comportamientos oportunísimos de este tipo haría que el negocio sea menos atractivo. Y cuando la disolución está al alcance de los accionistas, se torna especialmente delicada la pregunta acerca de si las partes pueden solucionar sus diferencias después de que surja la amenaza (real o fingida) de una situación de bloqueo. De ordinario, si el número de partes contratantes es

lo suficientemente pequeño y los derechos de propiedad se encuentran bien determinados, las partes van a negociar hacia la solución óptima sin importar cuál es la regla establecida por la ley⁴⁵. El derecho de acudir al juez puede socavar la especificidad del derecho de propiedad dado que las partes deben predecir como el juez va a decidir. Mientras más problemas tengan las partes para predecir, es menos probable que se resuelven las diferencias sin litigar, incluso cuando solo hay dos partes⁴⁶. En resumen, puede que las partes quieran hacer que llegar a una situación de bloqueo sea costoso (para que ocurran menos situaciones de bloqueo) y mantener alejadas a las cortes cuando se dé una situación de bloqueo (para que ellos puedan solucionar sus propios problemas).

Tener normas restrictivas en lo que concierne a la disolución involuntaria también genera incentivos para que las partes establezcan métodos menos costosos para solucionar sus conflictos de interés. Esto se puede hacer a la hora de formar la empresa, por ejemplo mediante la inclusión de reglas para la salida de la empresa o acuerdos de votación con un procedimiento para solucionar bloqueos. Aunque puede ser difícil negociar en ausencia de un acuerdo previo debido a los problemas de monopolio bilateral⁴⁷, las partes sin embargo tienen fuertes incentivos para resolver sus diferencias de una forma u otra para así poder obtener los beneficios de un negocio rentable.

Sin lugar a duda, un accionista minoritario que no ha negociado ninguna protección contractual se va a encontrar en una posición de negociación débil si es que se da genuinamente una situación de abuso por parte de los accionistas mayoritarios. El resultado probable de un acuerdo privado en este tipo de situaciones va a ser una venta de los accionistas minoritarios a la empresa o a otros accionistas bajo condiciones poco atractivas. Algunos autores, preocupados por el potencial apuro en el que se podrían encontrar los

⁴¹ Model Business Corporation Act § 16(a) (Close Corp. Supp. 1984).

⁴² Illinois Statutes Annotated ch. 32 § 157.86 (Smith-Hurd Supp. 1981); Véase, por ejemplo, New York Business Corporation Law §§ 1104-a, 1118 (McKinney Supp. 1984).

⁴³ 307 N.Y. 1, 119 N.E.2d 563. 1964.

⁴⁴ *Polikoff v. Dole y Clark Bldg. Corp.*, 37 Ill. App. 2d 29, 184 N.E.2d 792 (1962); Véase, por ejemplo, *Baker v. Commercial Body Builders, Inc.*, 264 Or. 614, 507 P.2d 387. 1973.

⁴⁵ COASE. “the problem of social cost”. *Journal of Law and Economics* 3. 1960. Los datos recogidos confirman esto cuando el número de jugadores es pequeño, y además se demuestra que mientras más grande sea el número de jugadores más difícil va a ser llegar a un acuerdo mutuamente beneficioso. Véase HOFFMAN y SPITZER. “The Coase Theorem: some experimental tests”. *Journal of Law and Economics* 25. 1982; de los mismos autores “Experimental law and economics: an introduction”. *Columbia Law Review* 85. 1985. p. 991; LIBECAP y WIGGINS, “contractual responses to the common pool: prorationing of crude oil production”. *American Economic Review* 74. 1984. p. 87.

⁴⁶ Esta es una implicancia de alguno de los modelos económicos de litigación disponibles. Por ejemplo, COOTER, MARKS y MNOOKIN. “Bargaining in the shadow of the law: a testable model of strategic behavior”, 11 J. LEGAL STUD. 25. 1982; GOULD. “The economics of legal conflicts”. 2 J. LEGAL STUD. 1973. p. 279; LANDES y POSNER. “Adjudication as a private good”. 8 J. LEGAL STUD. 1979. p. 235; PRIEST y KLEIN. “The selection of disputes for litigation”. 13 J. LEGAL STUD. 1. 1984.

⁴⁷ El problema del monopolio bilateral en las sociedades anónimas cerradas se discute en POSNER, R. “Economic analysis of law”. Tercera edición. 1985.

accionistas minoritarios, han abogado a favor de la reducción de los estándares exigidos para que se pueda aplicar una disolución involuntaria de modo que esta última pueda aplicarse cuando las expectativas razonables de los minoritarios se vean frustradas⁴⁸. Por lo menos una corte ya ha adoptado esta posición⁴⁹. John Hetherington y Michael Dooley han ido más allá y han argumentado que los accionistas en sociedades anónimas cerradas deberían tener derechos absolutos para forzar a la empresa o a los otros accionistas a comprar sus acciones a un precio acordado o, si no se llega a un acuerdo, a un precio establecido por las cortes⁵⁰. La existencia de un derecho automático y no renunciable para poder salir de la empresa, sostienen Hetherington y Dooley, va a resolver los problemas únicos de iliquidez y explotación a los que se enfrentan los accionistas minoritarios en sociedades anónimas cerradas.

Estas propuestas, particularmente la de un derecho de salida automático, implícitamente asumen que las leyes existentes no reducen adecuadamente la capacidad de aquellos en control para tomar acciones en detrimento de las minorías y que el forzar a los accionistas a disolver la empresa no representa costo alguno. Ninguna de las dos presunciones es acertada. Las reglas restrictivas para la disolución involuntaria basadas en los casos de faltas no dejan a los accionistas minoritarios sin remedio alguno sino que limitan su uso a casos graves. Otros remedios a parte de la disolución involuntaria, tales como las demandas por incumplimiento de deberes fiduciarios (discutidas más abajo)⁵¹ o el nombramiento de un curador o un director provisional por parte de las cortes⁵², también se encuentran disponibles en casos graves. Si estos remedios son insuficientes en un caso en particular, los inversionistas tienen siempre la opción de negociar por mayores protecciones.

Los costos de derechos automáticos de salida hacen que sea poco probable, sin embargo, que este derecho sea óptimo para todos los inversionistas en las sociedades anónimas cerradas. Pocas empresas aparte de los bancos y

fondos mutuos tienen la suficiente liquidez para permitir ejercitar el retiro de una inversión a pedido de parte. Cuando las empresas tienen activos no líquidos, el derecho de retirar el capital invertido se encuentra restringido para así evitar la venta de activos de la empresa a precios más bajos de lo normal. El tamaño no interesa; ningún accionista tiene el derecho a enviarle certificados a Exxon y recibir dinero a cambio. Una empresa podría encontrarse dispuesta a que los inversionistas retiren su capital invertido si es que pudieran atraer nuevas inversiones o pedir préstamos a entidades financieras, pero los términos del nuevo capital no van a ser favorables si es que cualquier otro puede generar el mismo problema de nuevo. Cuando los inversionistas actúan de gerentes, el acceso al capital de terceras personas también cambia la naturaleza de la empresa, de forma que es poco probable que los inversionistas hayan querido esto.

El derecho a retirar el capital de una empresa que no tiene activos líquidos y que no tiene un mercado secundario activo de acciones también genera difíciles (y costosos) problemas de determinación del precio. Cualquier método de valoración es altamente inexacto; diferentes tasadores van a llegar a conclusiones radicalmente diferentes con respecto al valor de la empresa y también con respecto a la participación de un accionista en particular⁵³. Estas incertidumbres agravan los problemas de negociación.

Cada uno de los efectos de un derecho a retirar capital de la empresa –la posibilidad de tener que vender algunos activos específicos de la empresa a precios descontados y la incertidumbre en la valoración– incentiva el comportamiento oportunista de las minorías. El derecho de salida automática, en otras palabras, le da a los accionistas minoritarios que tienen un menor riesgo en el negocio, la capacidad de imponerles costos a otros inversionistas, lo cual no se encuentra previsto entre las causales para solicitar la disolución involuntaria⁵⁴. Las minorías pueden usar esta ventaja en la negociación para recibir un porcentaje desproporcionado de beneficios

⁴⁸ Véase, por ejemplo, AFTERMAN. "Statutory protection for oppressed minority shareholders: a model for reform". Virginia Law Review 55. 1989. pp. 1043, 1063-1064; O'NEAL. Op. cit. p. 885-888.

⁴⁹ Topper v. Park Sheraton Pharmacy, Inc., 107 Misc. 2d 25, 433 N.Y.S.2d 359 (Sup. Ct. 1980) (*discharge of shareholder from employment constituted "oppressive" conduct within meaning of New York statute regardless of whether discharge was for cause*). Topper transformó un estatuto basado en la culpa a uno basado en la responsabilidad objetiva.

⁵⁰ HETHERINGTON y DOOLEY. Op. cit.; véase también O'NEAL. Op. cit. p. 883. ("[A] minority shareholder in a close corporation, even though he has not bargained for the privilege of withdrawing from the business, should nevertheless, if he decides he wants to dispose of his interest, be able to liquidate his investment on terms that will insure him of receiving a fair share of the enterprise's accumulated earnings.")

⁵¹ Véase el texto acompañando las notas 56-66 *infra*.

⁵² Véase, por ejemplo, Model Business Corporation Act §16(b) (Close Corp. Supp. 1984); Delaware Code Annotated tit. 8, §353. 1975.

⁵³ Véase nota 9.

⁵⁴ Con respecto al problema del uso oportuno del litigio por parte de los accionistas minoritarios, véase FISCHER y BRADLEY. Op. cit.

de otros inversionistas. Puede ocurrir que los accionistas mayoritarios tengan la posibilidad de evitar el problema vendiendo la empresa como una unidad a terceras personas y pagarle a los accionistas minoritarios; una amenaza de venta puede también ser suficiente. Pero en sociedades anónimas cerradas, mucho del valor proviene de los servicios especializados de los inversionistas-gerentes; un cambio en la gerencia y en la estructura del accionariado puede reducir el valor de la empresa en grandes proporciones. Una venta de la empresa como una unidad destruiría el valor de la misma a menos que los gerentes originales compraran la empresa⁵⁵. Los inversionistas van a desear evitar los costos de una transacción compleja como la anterior.

Un derecho incondicional a retirar capital de una empresa también puede ser perjudicial para los acreedores. De acuerdo con la regla de la responsabilidad limitada, los acreedores sólo miran a los activos de la empresa para buscar satisfacción de sus créditos. Si cualquier accionista puede retirar activos de la empresa por cualquier razón, se incrementa la probabilidad de que una línea de crédito no sea reembolsada. Los acreedores van a exigir compensaciones por este nuevo riesgo. Los accionistas que controlan la empresa van a hacer sus propios ajustes, como el vender deuda en vez de acciones a los potenciales disidentes o cobrar más por las acciones, en detrimento de los accionistas minoritarios.

Ex ante, como se puede ver, es poco probable que un derecho incondicional a retirar capital de una empresa sea deseable inclusive desde la perspectiva de los accionistas minoritarios. Les daría una mayor protección contra el comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios, pero al costo de un incremento de los costos de transacción dado que las situaciones de bloqueo se multiplican, de un incremento en el precio de las acciones y de la deuda, y tal vez la negativa de cualquier oportunidad de invertir. Por eso nosotros pensamos que es recomendable observar qué es lo que las personas realmente hacen cuando negocian derechos a salirse de la empresa. Normalmente, los accionistas no tienen amplios derechos a retirar capital de la empresa. Ellos solo lo pueden hacer en ciertos momentos como la terminación del contrato de trabajo, jubilación o muerte.

El hecho de que las partes no establezcan ellas

mismas un derecho a retirar capital de la empresa tiene importantes implicancias. Se sugiere, por ejemplo, que sería ineficiente imponerles esta provisión a los accionistas de las sociedades anónimas cerradas y no permitirles pactar en contra. También sugiere que las cortes no deberían inferir tan rápidamente la existencia de un derecho a retirar capital de la empresa a favor de los accionistas minoritarios.

C. Normas estrictas sobre el deber fiduciario

Los accionistas minoritarios que creen que aquellos en control han actuado de manera equivocada podrían iniciar un proceso por incumplimiento del deber fiduciario. Como las partes no pueden anticipar todas las contingencias, los arreglos contractuales de cualquier complejidad van a estar necesariamente incompletos. Los derechos fiduciarios sirven como normas implícitas en acuerdos contractuales que reducen los costos de contratar. Interpretadas correctamente, los derechos fiduciarios deberían aproximarse a lo que las partes hubieran pactado ellas mismas si es que hubieran podido negociar a bajos costos.

La utilidad de los deberes fiduciarios como una guía de conducta es limitada, sin embargo, dado que muchas veces es difícil para una corte determinar cómo las partes hubieran contratado si hubieran anticipado una determinada contingencia. Por lo anterior y otros problemas con las reglas de responsabilidad contractual como medio de asegurar el cumplimiento de los contratos⁵⁶, las partes tienen incentivos para adoptar mecanismos de gobierno que resuelvan aquello que no se pudo prever. En las sociedades anónimas abiertas, por ejemplo, la existencia de directores desinteresados reduce los problemas de conflictos de interés. Los acuerdos de accionistas tienen la misma función en las sociedades anónimas cerradas. En otras situaciones, los inversionistas en sociedades anónimas cerradas van a decidir conscientemente delegar la función de resolución de controversias a las cortes o simplemente no anticipar que pueden surgir disputas. Las cortes deben por eso decidir cómo enfrentarse a actos que se alega fueron en detrimento de uno o más accionistas.

Las cortes interfieren muy poco en las decisiones de los gerentes de las sociedades anónimas abiertas. Se puede argumentar que los jueces deberían tratar los actos de los gerentes de sociedades

Frank H. Easterbrook
Daniel R. Fischel

⁵⁵ Véase BAIRD, "The uneasy case for corporation reorganizations". En: *Journal of Legal Studies* 15. 1986. pp. 127 y 139-145; compárese SCHWARTZ, "The enforceability of security interests in consumer goods". En: *Journal of Law and Economics* 26. 1983. pp. 117 y 139-148.

⁵⁶ Para una discusión más completa de los límites de las reglas de responsabilidad como un mecanismo de gobernanza en el contexto de las sociedades anónimas abiertas véase FISCHEL y BRADLEY. Op. cit.

anónimas cerradas con suspicacia, sin embargo, por la ausencia de los efectos disciplinarios del mercado de valores y otros mecanismos. Una explicación para la “regla de las decisiones de negocio” es que los gerentes que cometen errores (e inclusive aquellos que actúan en beneficio propio) son penalizados por las fuerzas del mercado, mientras que los jueces que cometen errores, no. De esta forma, los gerentes tienen mejores incentivos que los jueces para tomar las mejores decisiones con respecto al negocio. Pero si ni los gerentes ni las cortes se ven disciplinados por el mercado, este argumento pierde fuerza. Por otro lado, la pequeña cantidad de participantes en las sociedades anónimas cerradas asegura que los gerentes asuman más los costos de sus acciones y facilita los arreglos contractuales entre las partes para reducir la posibilidad de que ocurran actuaciones en beneficio propio. Las diferencias entre una sociedad anónima abierta y una cerrada, en otras palabras, no sugieren de forma contundente que el nivel de escrutinio debería variar o, si varía, en qué dirección lo debería hacer.

Ahora las cortes pueden usar el mismo estándar de análisis para ambos tipos de empresas, pero aplicándolo de forma diferente, basándose en las diferencias estructurales de la organización corporativa. *Michaels v. Michaels*⁵⁷ provee un buen ejemplo de este enfoque. El asunto discutido en *Michaels* fue si dos accionistas tenían el deber de informar a un tercer accionista acerca de la posibilidad de vender la empresa, siendo que el tercer accionista había acordado vender sus acciones después de una situación de conflicto, pero aún no lo había hecho. En los casos que involucran a sociedades anónimas abiertas, las cortes habían determinado que las discusiones preliminares con respecto a una fusión no eran información relevante que debía obligatoriamente ser difundida a los demás accionistas de la sociedad⁵⁸. Uno de los principales aspectos que se discutió fue si el mismo criterio aplicaba tanto a las sociedades cerradas como a las abiertas. La corte del Séptimo Circuito estableció que el criterio era el mismo –lo que un inversionista razonable hubiera considerado importante para tomar su decisión de inversión– pero que la aplicación del estándar podría llevar a resultados diferentes en dos contextos diferentes. La corte señaló que el gerente debía divulgar la información sobre las

negociaciones por dos razones: un accionista minoritario en una sociedad anónima cerrada, al enfrentarse a la decisión de si vender sus acciones a un determinado precio o si continuar siendo accionista minoritario después de una situación de conflicto sin perspectiva alguna de recibir un retorno de su inversión, definitivamente consideraría la posibilidad de la venta de la empresa como información importante; y, la divulgación de las discusiones preliminares de una fusión no acarrearía los mismos problemas que sí traería en una sociedad anónima abierta.

Este enfoque tiene implicancias que van más allá del deber de divulgar información. Por ejemplo, una regla fiduciaria en sociedades anónimas abiertas es que los gerentes no pueden llevar a cabo transacciones donde ellos tengan algún interés de por medio a menos que se convenza a la corte o a personas con capacidad de decisión dentro de la empresa, y sin interés de por medio, que la transacción beneficia a la empresa. La misma regla se podría aplicar en sociedades anónimas cerradas, pero su aplicación variaría justamente por las diferencias que existen entre los dos tipos de sociedades. Por ejemplo, la decisión para despedir a un trabajador en una sociedad anónima abierta es un ejemplo clásico de una decisión empresarial que alguna corte no dudaría en ratificar. En las sociedades anónimas cerradas, en contraste, despedir a un trabajador puede ser una forma de apropiarse de una desproporcionada parte de los ingresos de la empresa. Se entiende, entonces, que exista mayor supervisión judicial cuando se despide a un trabajador que tiene un puesto en la gerencia (o en la parte de inversiones) en sociedades anónimas cerradas de lo que sería consistente con la aplicación de la “regla de las decisiones de negocio”. El mismo enfoque se podría utilizar para el salario, dividendos y las decisiones respecto a las contrataciones de personal en sociedades anónimas cerradas donde los riesgos de que se den conflictos de interés son mayores⁵⁹.

Muchas cortes, sin embargo, aplican una regla unitaria cuando revisan las decisiones empresariales de una sociedad anónima cerrada correspondientes a contrataciones, salarios y dividendos⁶⁰. Una de las defensas de este resultado es de nuevo la creación de incentivos

⁵⁷ 767 F.2d 1185 (7th Cir. 1985).

⁵⁸ GREENFIELD v. Heublein, Inc., 575 F. Supp. 1325, *aff'd*, 715 F.2d 751 (3d Cir. 1984), cert. denied, 105 S. Ct. 1189. 1985.

⁵⁹ Véase, por ejemplo, O'Donnell v. Marine Repair Serv. 530 F. Supp. 1199 (S.D.N.Y. 1982); Ex-adaktilos v. Cinnaminson Realty Co., 167 N.J. Super. 141,400 A.2d 554 (Law Div. 1979), *aff'd*, 173 N.J. Super. 559, 414 A.2d 994 (App. Div. 1980); Meiselman v. Meiselman. 309 N.C. pp. 279, 307 S.E.2d, 1983. p. 551.

⁶⁰ Véase, por ejemplo, Gay v. Gay's Supermarkets. 343 A.2d. 1975. p. 577; Gottfried v. Gottfried. 73 N.Y.S.2d. 1947. p. 692 (Corte Suprema); Ziddell v. Ziddell, Inc., 277 Or. 413, 560 P.2d. 1977. p. 1086. Algunas cortes parece que aplican tanto normas más exigentes y la regla de la decisión empresarial al mismo caso. Véase, por ejemplo, Alaska Plastics, Inc. v. Coppock. 621 P.2d. Alaska.

en las partes para que se protejan por intermedio de contratos o por intermedio de otros medios (como el arbitraje). Aunque la implementación de reglas diferenciadas para analizar las decisiones de negocio puede llegar a ser muy exigente en algunos casos, tiene la ventaja de limitar el rol judicial solamente a la aplicación, y no a la creación, de contratos entre las partes. Una cosa es que la corte requiera divulgación como en el caso Michaels; otra cosa es que la corte regule términos sustantivos de los contratos como debe hacer cuando se le pide decidir si una decisión particular sobre dividendos, compensaciones o contrataciones es apropiada.

Si una corte está inevitablemente inmersa en una disputa, debe decidir qué cosas hubieran acordado las partes si es que se hubiera redactado un contrato donde se establecieran absolutamente todas las contingencias. Los problemas que resultan de una falta de aplicación de lo anteriormente señalado se encuentran ilustrados en el caso *Donahue v. Rodd Electrotype Co*⁶¹. La sociedad anónima cerrada adquirió las acciones de su antiguo gerente, quien había trabajado durante 35 años para la empresa pero que tenía 77 años y se encontraba con la salud deteriorada. Él ya no era dueño de un paquete accionario mayoritario. Los accionistas que controlaban la empresa (los hijos del fundador) querían que él se jubilara y que autorizara la compra de algunas de sus acciones. El inversionista restante (el único que no se encontraba relacionado a la familia que controlaba la compañía) demandó que la compañía adquiriera sus acciones en los mismos términos. La empresa se rehusó, señalando que no tenía la cantidad adecuada de fondos para hacerlo. En la demanda presentada se alegaba que los accionistas de control habían incumplido un deber fiduciario al permitir que la empresa comprara algunas acciones sin extenderles dichas condiciones a los otros inversionistas.

La corte determinó que el precio pagado por acción era menor que el valor de liquidación y que el valor contable, que la compra no alteró el control o perjudicó al demandante o a los acreedores y que los directores actuaron de buena fe al aprobar dicha compra. Basándose en estas consideraciones, la corte de apelaciones determinó que la compra había sido válida y que ni la compañía ni los directores se encontraban obligados a comprar la misma proporción de acciones de todos los inversionistas⁶².

La Corte Suprema de Massachusetts decidió en contra de lo señalado por la corte de apelaciones. Los miembros de la corte señalaron que los accionistas de sociedades anónimas cerradas se deben el más alto deber de buena fe y de lealtad, un deber mucho más alto que aquellos que participan en sociedades anónimas abiertas. Este deber requiere que los accionistas que controlan la empresa y que usan su posición para otorgarse beneficios para sí mismos, deben otorgar los mismos beneficios a todos los inversionistas. De esta forma, la compra de acciones por parte del grupo mayoritario fue en contra de dicho deber fiduciario. Como solución, la corte ordenó a la empresa ya sea que rescinda la compra o que le ofrezca al demandante comprarle sus acciones al mismo precio por acción que el pagado al Sr. Rodd.

La opinión de la corte está llena de reflexiones sobre la posición de los inversionistas minoritarios en sociedades anónimas cerradas y sobre el deber fiduciario de la mayoría. La cuestión básica en este caso fue pasada por alto –¿qué interpretación de los deberes fiduciarios hubieran elegido las partes si es que hubieran contratado al respecto con anterioridad, anticipándose a ese problema? Aun cuando nadie puede responder esa pregunta con plena certeza (precisamente porque las partes no lo hicieron), es muy poco probable que ellos hubieran elegido una regla que obligara a darle igual oportunidad a todos. Los acuerdos sobre opciones de salida en caso se dé una contingencia, como la jubilación, son muy comunes en las sociedades anónimas cerradas. Tales acuerdos proveen liquidez y aseguran que la identidad de los administradores y los inversionistas se mantenga, reduciendo problemas de agencia. Al mismo tiempo, los límites minimizan los costos de requerir pagos en efectivo o de frustrar patrones de inversión difíciles de conseguir. Ningún acuerdo utilizado comúnmente que se pueda comparar requiere a una empresa que compre todas las acciones si adquiere algunas. Las empresas normalmente deciden comprar las acciones de todos los que se jubilan y la corte podría haberse guiado por este tipo de actos. La demandante era la viuda de un empleado que había trabajado muchos años en la empresa cuyas acciones no habían sido compradas cuando él murió. Entre las empresas que tienen contratos escritos que hacen expresa referencia a la recompra de acciones, algunas permiten recompras selectivas de acciones de empleados que dejan la empresa y algunas obligan a que se

Frank H. Easterbrook
Daniel R. Fischel

1980. p. 270; *Romanik v. Lurie Home Supply Center, Inc.*, 105 Ill. App. 3d 1118, 435 N.E.2d 712. 1982; *Miller v. Magline, Inc.*, 76 Mich. App. 284, 256 N.W.2d 761. 1977; *Masinter v. WEBCO Co.*, 262 S.E.2d. 1980. p. 433.

⁶¹ 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505. 1975.

⁶² *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 1 Mass. App. 876, 307 N.E.2d 8. 1974, rev'd, 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505. 1975.

recompre las acciones de todos los empleados que dejan la empresa. Hubiera sido muy difícil determinar en qué categoría una empresa como Rodd hubiera encajado. Sin embargo, la corte no siguió esta línea y no sugirió que encontró algo en la historia de contrataciones de los actuales dueños de las acciones.

Los términos de la compra en Donahue no fueron extraordinarios. La corte pensó que eran justos. La compra parece que fue simplemente un intento de facilitar la jubilación de un gerente que, en virtud de su edad avanzada y de sus problemas de salud, no podía seguir contribuyendo a la empresa. La empresa sin lugar a dudas colaboró para lograr una buena jubilación. La corte no vio este punto obvio; en su afán por articular una norma estricta con respecto al deber fiduciario de proteger a los accionistas minoritarios en sociedades anónimas cerradas los llevó a olvidarse de las verdaderas razones por las que existen los deberes fiduciarios.

Teniendo en cuenta lo anteriormente dicho, no sorprende que las cortes hayan encontrado que es difícil impartir la regla de igual oportunidad del caso Donahue. Es difícil imaginar, por ejemplo, como las sociedades anónimas cerradas podrían funcionar cuando se requiere que todos los accionistas tengan "igual oportunidad" de recibir un incremento de salario y a continuar en su puesto sin tener en cuenta su conducta. Sin embargo, esta es la implicancia lógica del caso Donahue, el cual determina que las justificaciones empresariales para el trato no igualitario son irrelevantes. A la luz de esta amenaza al funcionamiento diario de las sociedades anónimas cerradas, era predecible que las cortes que vieron casos subsecuentes se negaran a seguir el caso Donahue o a limitar su alcance⁶³. En *Wikes v. Spingside Nursing Homes, Inc.*⁶⁴, por ejemplo, la corte que decidió el caso Donahue determinó que un empleado y accionista de una sociedad anónima cerrada podía ser despedido o que se le podía negar un incremento del salario si es que existía un propósito legítimo para dicha acción que no se podía lograr sin poner en desventaja a la minoría. La corte en el caso *Wikes* indagó en el propósito empresarial de la conducta cuestionada, precisamente lo que había prohibido en el caso Donahue. En consecuencia,

la corte se apartó de la regla de igualdad de oportunidades de Donahue y adoptó un criterio similar al que se usa para analizar conflictos de intereses en transacciones en las sociedades anónimas abiertas. Este criterio, que otorga alguna protección a las minorías, aunque no absoluta, se encuentra mucho más cerca al eventual acuerdo al que hubieran llegado las partes si es que los costos de transacción fueran cero.

Entender los deberes fiduciarios como términos implícitos en los acuerdos contractuales hace que surja la pregunta de si los accionistas minoritarios le deben deberes fiduciarios a la mayoría. Los acuerdos que exigen unanimidad, y que existen en muchas sociedades anónimas cerradas, crean riesgos de bloqueos. Un accionista minoritario puede negarse a asistir a sesiones para que no se dé el quórum o negarse a consentir decisiones empresariales, paralizando la actividad de la empresa. Aunque este derecho ayuda a los accionistas minoritarios a protegerse del comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios, crea incentivos para que la minoría se comporte de forma oportunista frente a la mayoría para obtener concesiones desproporcionadas.

¿Los deberes fiduciarios reducirían el costo neto creado por la habilidad de las minorías de ejercer el poder de veto? Muchas cortes han afirmado que los deberes fiduciarios son beneficiosos en términos netos⁶⁵. El tema es complicado porque cualquier limitación al poder de veto de las minorías incrementa la probabilidad de que la mayoría se aproveche de la minoría sin importar la protección por la que han negociado las minorías. Una guía es preguntarse si es que la decisión pudiera tener un efecto desproporcionado sobre las minorías. Así, un accionista minoritario en una sociedad anónima cerrada con supermayorías, ya sea para votar o para cumplir con el quórum, tendrá justificación válida para faltar a la reunión o para bloquear la elección de un nuevo director que puede querer actuar de forma adversa frente a él, pero no tendrá justificación válida para no asistir a reuniones que autoricen por ejemplo la compra de maquinaria. El veto en la primera situación es consistente con el propósito de la protección, mientras que la misma acción en la

⁶³ Véase, por ejemplo, *Commoli v. Commoli*, 241 Ga. 471, 246 S.E.2d 278, 1978; *Toner v. Baltimore Envelope Co.*, 304 Md. 256, 498 A.2d 642, 1985; *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 370 Mass. 842, 353 N.E.2d 657, 1976; *Ziddell*, 277 Or. p. 423, 560 P.2d. p. 1091; *Masinter v. WEBCO, Inc.*, 262 S.E.2d 433, 1980.

⁶⁴ 370 Mass. 842, 353 N.E.2d 657, 1976.

⁶⁵ Véase, por ejemplo, *Smith v. Atlantic Properties, Inc.*, 12 Mass. App. 201, 422 N.E.2d 798, 1981. (uso no razonable del derecho a veto por parte de un accionista minoritario). Comparar con *Neuman v. Pike*, 591 F.2d 191 (2d Cir.), 1979 (no hay ningún acuerdo implícito que establezca que los accionistas minoritarios votan de forma razonable). La necesidad de una norma para proteger a las mayorías frente a las minorías es cuestionable dado que la mayoría tiene la capacidad para disolver la empresa o para eliminar al accionista minoritario. Véase, por ejemplo, *Matteson v. Ziebarth*, 40 Wash. 2d 286, 242 P.2d 1025, 1952.

segunda situación muy probablemente denote un comportamiento oportunista⁶⁶.

D. La analogía de la “Sociedad Colectiva”

La frase “las sociedades anónimas cerradas son realmente sociedades colectivas anónimas” es un refrán común⁶⁷. Los participantes en el negocio tienen la misma relación entre ellos que la que tienen los socios colectivos, por eso, el argumento señala, ellos se deberían regir por la ley de las sociedades colectivas. Normas de igualdad de reparto, derechos a salir automáticamente del negocio y deberes fiduciarios estrictos son los principios fundamentales de la ley de sociedades colectivas, por lo que aquellos que proponen la analogía señalan que esos deberían también ser los principios fundamentales para las sociedades anónimas cerradas.

Hay algo detrás de esa analogía. Hemos anticipado en algún otro lugar, y ahora ya hay alguna evidencia, de que los participantes de empresas pequeñas que se ven impedidos de reducir el riesgo diversificando sus inversiones son más proclives a contratar para tener normas de igualdad de reparto y a optar por otros principios que limitan la discreción de los gerentes⁶⁸. Aun así, hay varios problemas si se lleva la analogía muy lejos. Primero, por lo menos en lo que respecta al derecho a salir automáticamente de la empresa, la analogía se basa en una declaración falsa de las normas de las sociedades colectivas⁶⁹. Aunque la ley de sociedades colectivas permite a cualquier socio (a menos que todos pacten en contra previamente) retirar su inversión en cualquier momento y disolver la empresa⁷⁰, el socio que quiere retirar su inversión puede ser

responsable por los daños⁷¹ y perjuicios de esa terminación imprevista del negocio, y solo puede hacerlo en términos desventajosos⁷². Por lo anterior, la propuesta de Hertherington y Dooley de implementar derechos de salida automática en sociedades anónimas cerradas, aun cuando supuestamente se basan en las normas de las sociedades colectivas, en realidad va más allá de la doctrina existente.

En segundo lugar, la presunción que los participantes en sociedades anónimas cerradas quieren verse regidos por las normas de las sociedades colectivas es en sí muy cuestionable. Los participantes formaron una empresa por una razón. Tal vez la razón fue solo tener responsabilidad limitada o un tratamiento favorable en lo que respecta a tributos, y en todo lo demás querían ser socios colectivos. Pero esta no es la única posibilidad. El derecho corporativo es diferente al derecho de las sociedades colectivas en muchos aspectos, y los inversionistas bien podrían querer que se mantengan estas diferencias. Los socios colectivos, por ejemplo, tienen derecho a un reparto igualitario de las ganancias y del manejo de la sociedad colectiva⁷³, se representan entre ellos mismos, tienen derecho de veto frente a cualquier decisión tomada por mayoría con respecto a temas que sean externos al manejo del negocio⁷⁴, y tienen el derecho a disolver la sociedad colectiva en cualquier momento si están preparados para asumir las consecuencias. El derecho corporativo trata los temas anteriores de forma diferente. Los proponentes de la analogía de la Sociedad colectiva asumen que los participantes de una sociedad anónima cerrada tienen el suficiente conocimiento para crear una sociedad anónima que les va dar beneficios

⁶⁶ El problema con diferenciar entre el ejercicio legítimo de derechos contractuales y el oportunismo es dominante en la legislación contractual. Véase, por ejemplo, AIVAZIAN, TREBILCOCK y PENNY. “The law of contract modifications: the uncertain quest for a benchmark of enforceability”. En: *Osgoode Hall Journal* 173. 1984; KLEIN, CRAWFORD y ALCHIAN. “Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process”. En: *Journal of Law and Economics*. 1978; MURIS. “Opportunistic behavior and the law of contracts”. En: *Minnesota Law Review*. 1981; WILLIAMSON. “Credible commitments: using hostages to support exchange”. En: *The American Economic Review* 73. 1983. p. 519.

⁶⁷ Véase, por ejemplo, HETHERINGTON Y DOOLEY. Op. cit. p. 2. (close corporation is the “functional equivalent” of a partnership); ISRAELS. “The close corporation and the law”. En: *Cornell L.Q.* 33. 1948 (“the participants [in a close corporation] consider themselves ‘partners’ and seek to conduct the corporate affairs to a greater or lesser extent in the manner of a partnership”); O’NEAL. “Preventive law: tailoring the corporate form of business to ensure fair treatment of all”. En: *Mississippi Law Journal* 49. 1978. pp. 529 y 533. (“Businessmen forming a close corporation frequently consider themselves partners; they incorporate only to obtain limited liability or other corporate advantages”).

⁶⁸ BAYSINGER y BUTLER. “The role of corporate law in the theory of the firm”. En *Journal of Law and Economics* 28. 1985; EASTERBROOK y FISCHER. Op. cit. pp. 736-737.

⁶⁹ Este es presentado en HILLMAN. “The dissatisfied participant in the solvent business venture: a consideration of the relative permanence of partnerships and close corporations”. En: *Minnesota Law Review* 67. 1982.

⁷⁰ Véase UNIFORM PARTNERSHIP ACT § 31(1)(b), (2). 1914 (la disolución de una sociedad se puede dar con expreso manifestación de los socios).

⁷¹ Véase *Ibid.* § 38(2) (El socio que actúa equivocadamente al disolver la firma es responsable de los daños)

⁷² Véase *Ibid.* § 38 (2) (c) (“dissolving partner not entitled to proportionate share of goodwill if remaining partners continue in the business”).

⁷³ Véase *Ibid.* §18(a), (e).

⁷⁴ Véase *Ibid.* § 18(g), (h).

tributarios y responsabilidad limitada pero que ignoran todas las diferencias entre una sociedad anónima y una sociedad colectiva. Esta suposición no tiene ningún sustento una vez que uno se da cuenta que las personas tienen que seguir arduos procedimientos (asistidos por expertos) para formar una sociedad anónima pero se pueden convertir en una sociedad colectiva por accidente.

La interrogante correcta es siempre qué es lo que las partes hubieran contratado si es que las transacciones hubieran tenido costo cero, y no si las sociedades anónimas cerradas son más similares a las sociedades colectivas que las sociedades anónimas abiertas. La falla en el reconocimiento del rol limitado que tiene el razonamiento por analogía puede tener consecuencias significativas. La corte que decidió el caso Donahue estaba aparentemente tan preocupada en establecer las similitudes entre las sociedades anónimas cerradas y las sociedades colectivas que nunca consideró la posibilidad que la regla de igual oportunidad puede ser inconsistente con el comportamiento de los participantes tanto de una sociedad colectiva como de una sociedad anónima cerrada. Ambos tipos de empresas deben proporcionar mecanismos para lidiar con jubilaciones o terminación de contratos en situaciones donde la empresa va a seguir existiendo. La mayoría de empresas no podrían sobrevivir si la compra de la participación de un miembro que se jubila requeriría que todos los que quieran, tengan la oportunidad de vender al mismo precio. Como la corte nunca preguntó qué es lo que las partes hubieran querido hacer, perdió una excelente oportunidad de adoptar una mejor decisión.

Los que participan en negocios se encuentran libres de reflejar sus deseos expresamente en un contrato escrito. Tanto las normas de las sociedades colectivas como las normas de las sociedades anónimas reconocen la vigencia y validez de las decisiones privadas. Cuando las partes no contratan o no quieren contratar de forma explícita, va a ser comúnmente difícil discernir que hubieran hecho si contratar hubiera tenido costo cero. El problema no se hace más simple si nos preguntamos si una sociedad anónima cerrada es realmente una sociedad colectiva. Esta última forma de ver las cosas simplemente pone a todos en la dirección equivocada ya que dirige la atención lejos de las preguntas de por qué las personas formaron una empresa y por qué habiéndolo hecho, no adoptaron reglas que se aplican en sociedades colectivas por intermedio de contratos. Inclusive si las partes no decidieron conscientemente optar por una regla que comúnmente es de una sociedad colectiva, todo lo que esto significa es que no se dieron cuenta en el momento. Pero la pregunta es, ¿qué razón tenemos para pensar que si ellos hubieran se

hubieran percatado del tema hubieran elegido la regla que se aplica a las sociedades colectivas?

Una de las razones puede ser los impuestos. Algunas veces las personas eligen una forma empresarial solo por las consecuencias tributarias que le puede generar. Esto no es, sin embargo, un problema de inversionistas despistados. Ya sea que elijan una forma empresarial por razones tributarias o por otras razones, los inversionistas esperan operar bajo reglas que maximicen el retorno esperado de su inversión. Los inversionistas que son consientes de las consecuencias tributarias de la forma empresarial que eligen muy probablemente estén al tanto de las otras consecuencias; como hemos señalado enfáticamente, ellos normalmente contratan expertos para asesorarse. Es difícil de creer que las personas consientes de los efectos tributarios de una forma empresarial no conocen los otros efectos de la misma, y cuando esas personas no contratan para utilizar reglas importadas de las sociedades colectivas, es apropiado aplicar las reglas corporativas.

Una segunda razón puede ser la trivialidad anticipada de la regla. Es costoso negociar para la implementación de una regla que no sea aquella establecida por la ley. Las partes (o los expertos contratados por las partes) deben identificar el problema y después tranzar con el suficiente detalle para resolverlo; la acumulación de casos en los que se aplica la norma legal vigente provee un nivel de detalle que es muy costoso de duplicar a través de negociaciones privadas. Incluso si estudios de abogados, como proveedores privados de normas legales, pueden especificar la solución óptima, no pueden fácilmente proveer con respuestas para todos los casos marginales. Ningún estudio de abogados puede atraer todas las ganancias trabajando todos los casos, dado que las soluciones propuestas por dicho estudio pueden ser copiadas por estudios rivales que no han pagado por el servicio. Además, es difícil anticipar la aparición de casos poco frecuentes, y por eso puede que exista una ventaja comparativa en el "Common law", un sistema que no proporciona una solución hasta que el problema efectivamente aparece y que después transfiere dicha solución de forma gratuita a personas con problemas similares. Para ponerlo en otras palabras, algunos términos contractuales para problemas poco comunes pueden convertirse en bienes públicos.

Si las ganancias obtenidas de la negociación privada son pocas –tal vez porque la regla legalmente establecida es solo ligeramente inferior a alguna alternativa, tal vez porque es suficientemente poco probable que la situación vaya a traer a colación una norma legal específica, tal vez porque las partes no se pueden apropiar

de todos los beneficios de una nueva y mejor solución— las personas no van a incurrir en los costos de llegar a un acuerdo. Si los costos de negociación son lo suficientemente altos, podríamos quedarnos solamente con una ambigüedad terminal. Sospechamos, aunque no lo podemos probar, que este no es un problema frecuente. Una vez que los abogados identifican un problema, nuevos abogados pueden volver a usar las soluciones que los primeros desarrollaron. Lo que ocurre, finalmente, es que diferentes abogados terminan resolviendo cada uno de los casos poco frecuentes.

Las sociedades anónimas cerradas difieren en tamaño, y las más grandes encuentran que vale la pena incurrir en mayores costos de transacción. (Un uno por ciento de oportunidad de encontrar un problema vale más a una empresa con un capital de \$10 millones que a una con \$100,000.) Las grandes compañías tienen disposiciones detalladas para manejar las situaciones de bloqueo o para comprar las acciones de los empleados que se jubilan, aunque las empresas más pequeñas pueden preferir no regular este tipo de problemas. Las cortes deberían observar cómo las compañías más grandes solucionan un problema específico. Estas empresas tienen mayores posibilidades de superar cualquier problema de costos de transacción y gastar más tiempo solucionando el problema una vez que han elegido hacerlo. Las soluciones que estas empresas más grandes ofrecen pueden ser copiadas y aplicadas a otras empresas cerradas, a menos que exista razón para pensar que la solución apropiada está asociada inexorablemente al tamaño de la empresa. Si las empresas grandes deciden no regular un aspecto a través de un contrato, es mejor concluir que la presunción no necesita ser modificada.

IV. CONCLUSIONES

Las sociedades anónimas cerradas y las abiertas tienen diferentes costos de administración. Las sociedades anónimas abiertas obtienen los beneficios de la división del trabajo. Pueden atraer a gerentes que no cuentan con capital para inversión y a la vez inversionistas sin capacidades de gestión. Esto crea una divergencia substancial entre los intereses de los gerentes y de los inversionistas, y una gran cantidad de mecanismos—incluyendo monitoreo externo— entran en juego a la hora que los gerentes buscan atraer capital a la empresa. Las sociedades anónimas cerradas evitan costos de agencia de ese dimensión, pero la forma mediante la cual lo logran (juntando el rol de inversionista y de gerente en una misma persona) crea problemas de continuidad (que ocurre cuando un inversionista deja de ser gerente), oportunismo y situaciones de bloqueo. Los expertos —en este caso abogados más que banqueros de inversión— han desarrollado otro grupo grande de soluciones para lograr controlar los costos que se dan específicamente en las sociedades anónimas cerradas.

Ninguna de las formas de organización tiene una ventaja decisiva sobre la otra, es decir, ninguna de las dos ofrece al inversionista marginal un mejor o peor negocio. Pues las personas seleccionan el mecanismo organizacional sobre el cual invertir, al margen de que los beneficios ajustados al riesgo deben ser los mismos. No hay ninguna base para el tratamiento de una forma o un grupo de inversionistas como los favoritos de la ley, y sí hay muchas razones para el tratamiento de ambos grupos de inversores como adultos inteligentes cuyos contratos deberían hacerse cumplir, de igual manera.

Frank H. Easterbrook
Daniel R. Fischel