



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE DERECHO

**Gestión social y maximización de beneficios: un análisis
de los deberes de diligencia y lealtad a cargo de los
administradores de la sociedad anónima**

Tesis para optar el Título de
Abogado

Francisco Javier Montoya Fernández

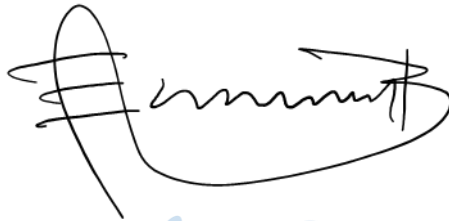
Asesor:
Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo

Lima, mayo de 2022

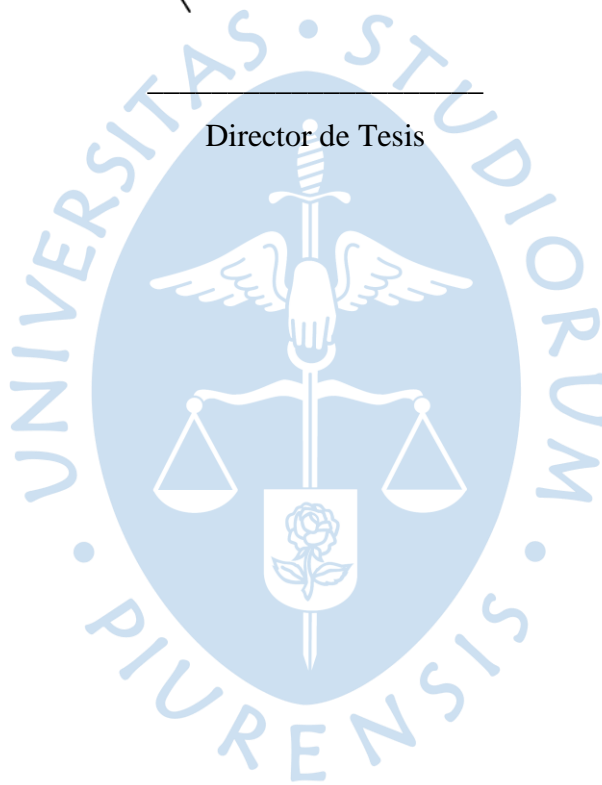


Aprobación

La tesis titulada “Gestión social y maximización de beneficios: un análisis de los deberes de diligencia y lealtad a cargo de los administradores de la sociedad anónima”, presentada por el bachiller Francisco Javier Montoya Fernández en cumplimiento de los requisitos para obtener el Título de Abogado, fue aprobada por el Director de Tesis Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo.



Director de Tesis





Resumen

El presente trabajo empieza abordando, como cuestiones preliminares, las teorías elaboradas en la Economía y en el Derecho para explicar, respectivamente, la naturaleza de la empresa y los vehículos que la llevan a cabo (sociedad, *corporation* y *company*); así como el problema de agencia y la naturaleza jurídica del directorio de la sociedad anónima. Posteriormente, desarrollamos el tratamiento jurídico de los deberes fiduciarios de los administradores sociales en los ordenamientos estadounidense, británico, español y peruano. La siguiente sección se dedica a analizar el concepto jurídico del interés social en los ordenamientos comparados antes mencionados, así como en el caso peruano. Todo lo anterior sirve de base para, posteriormente, analizar la maximización de beneficios y realizar una radiografía sobre su conexión con los deberes fiduciarios y el interés social, resaltando la simbiosis entre todos estos conceptos y presentando nuestros aportes sobre la materia. Por último, el trabajo presenta una serie de conclusiones resumidas.

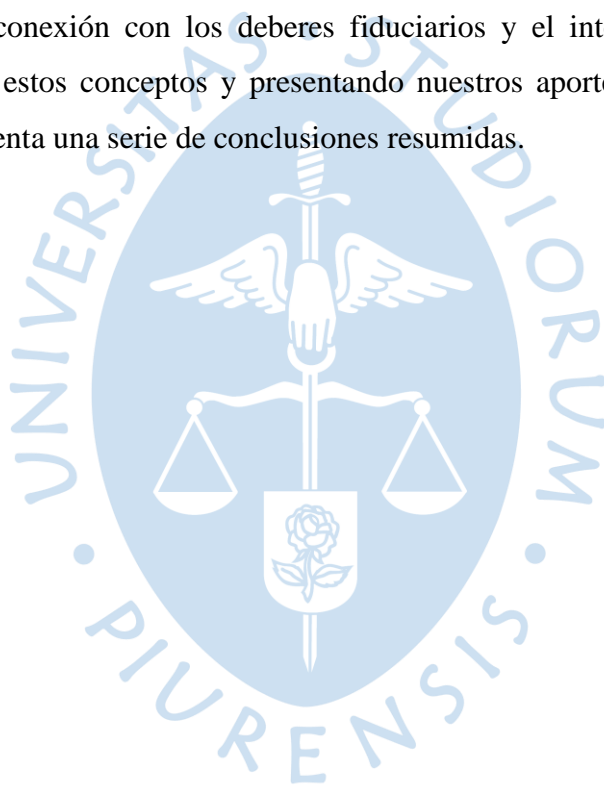




Tabla de contenido

Introducción.....	9
Capítulo 1 Cuestiones preliminares.....	11
1.1 Teorías económicas de la empresa	11
1.2 Planteamientos jurídicos sobre la naturaleza de la sociedad.....	12
1.2.1 Teoría Monista o Contractualista	13
1.2.2 Teoría Pluralista o Institucionalista	14
1.2.3 Nuestra postura	14
1.3 El problema de agencia	19
1.3.1 Delimitación de conceptos.....	19
1.3.2 Respuestas al problema de agencia	23
1.4 La naturaleza jurídica del directorio de la sociedad anónima	27
1.4.1 Teoría del Mandato.....	28
1.4.2 Teoría de la Representación	28
1.4.3 Teoría del Órgano.....	28
1.4.4 Teoría del Contrato de Trabajo.....	29
1.4.5 Teoría del Fiduciario	29
1.4.6 Teoría Compleja o Mixta.....	29
1.4.6 Nuestra postura	30
1.5 ¿Dónde encajan la maximización de beneficios y los deberes de los administradores?.....	30
Capítulo 2 Estándares de conducta de los administradores e interés social.....	33
2.1 Deberes fiduciarios.....	33
2.1.1 Deberes fiduciarios en el Derecho estadounidense y en el Derecho del Reino Unido.....	33
2.1.2 Deberes fiduciarios en el Derecho español.....	50
2.1.3 Deberes fiduciarios en el Derecho peruano	57
2.2 El interés social	62
2.2.1 Derecho estadounidense	63
2.2.2 Derecho del Reino Unido	65
2.2.3 Derecho español	69
2.2.4 Derecho peruano.....	70

Capítulo 3 La maximización de beneficios.....	73
3.1 ¿Qué es la maximización de beneficios?.....	73
3.2 Los deberes fiduciarios y la relevancia jurídica de la maximización de beneficios	75
Conclusiones	79
Lista de abreviaturas	81
Lista de referencias	83



Introducción

El presente estudio está dedicado a exponer la conexión que —en el marco de la teoría contractualista— existe entre el interés social como concepto jurídico y los (tal vez incorrectamente llamados) deberes fiduciarios que tienen los administradores de sociedades anónimas frente a la sociedad y frente a los accionistas, lo cual obliga a plantearse la naturaleza de dicha conexión y sus consecuencias.

La doctrina y ordenamientos comparados, especialmente en los casos estadounidenses y británicos, han venido desarrollando los conceptos de interés social y deberes fiduciarios por más de doscientos años; sin embargo, en el Perú no se han tratado estos temas con la misma riqueza, lo cual, por supuesto, se ha reflejado en el Derecho positivo y jurisprudencia locales.

Por ello, nos hemos propuesto elaborar este trabajo, dado que en la vida de las sociedades anónimas existen diversas situaciones que no tienen una respuesta clara en el ámbito jurídico peruano. ¿Los administradores son responsables por omisiones en su actuar, por ejemplo, no aprobar la realización de una determinada inversión por parte de la sociedad? ¿Los directores y gerentes pueden destinar los recursos de la sociedad a fines distintos al interés social y aun así cumplir con sus deberes fiduciarios? ¿Los administradores deben responder si la sociedad no generó más utilidades que el año anterior? Interrogantes como éstas son las que el presente estudio pretende ayudar a resolver.

El trabajo empieza abordando, como cuestiones preliminares, las teorías elaboradas en la Economía y en el Derecho para explicar, respectivamente, la naturaleza de la empresa y los vehículos que la llevan a cabo (sociedad, *corporation* y *company*); así como el problema de agencia y la naturaleza jurídica del directorio de la sociedad anónima. Posteriormente, desarrollamos el tratamiento jurídico de los deberes fiduciarios de los administradores sociales en los ordenamientos estadounidense, británico, español y peruano. Elegimos los dos primeros por su amplio desarrollo doctrinario, jurisprudencial y legal de la materia. Por su parte, consideramos pertinente estudiar el ordenamiento español debido a su natural proximidad con el Derecho peruano. La siguiente sección se dedica a analizar el concepto jurídico del interés social en los ordenamientos comparados antes mencionados, así como en el caso peruano. Todo lo anterior sirve de base para, posteriormente, analizar la maximización de beneficios y realizar una radiografía sobre su conexión con los deberes fiduciarios y el interés social, resaltado la simbiosis entre todos estos conceptos y presentando nuestros aportes sobre la materia. Por último, el trabajo presenta una serie de conclusiones resumidas.

El presente trabajo ha sido elaborado principalmente con respecto a las sociedades anónimas bajo el Derecho peruano. En ese sentido, las argumentaciones y conclusiones

contenidas en este texto podrán aplicarse a dicho tipo social —que incluye, como es sabido, a la sociedad anónima común, la abierta y la cerrada—, mas no a otras categorías de sociedades, en especial, las sociedades de personas.

Por otro lado, a lo largo de este estudio haremos uso de la palabra “administrador” para referirnos tanto a gerentes como a directores de sociedades anónimas. Asimismo, utilizaremos los términos “director” y “gerente” de manera indistinta e intercambiable, por lo que, salvo que expresamente se realice una exclusión expresa, el término “director” también incluirá al de “gerente” y viceversa.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que en muchos pasajes del trabajo hacemos referencia a bibliografía en inglés, la cual en algunos casos citamos o parafraseamos en español mediante el uso de nuestra propia traducción libre.



Capítulo 1

Cuestiones preliminares

1.1 Teorías económicas de la empresa

En primer lugar, presentaremos las diversas teorías económicas y jurídicas que existen sobre la existencia de las empresas y las sociedades, tema estrechamente relacionado con el concepto del interés social, el cual estudiaremos más adelante.

Durante mucho tiempo, la ciencia económica —centrada en el mecanismo de precios para explicar la asignación de recursos— ignoró el asunto relativo a la existencia de las empresas, dejando de lado cuestiones como su razón de existir o por qué las personas en unos casos optan por crear empresas y, en otros, adquieren bienes y servicios en los diferentes mercados.

El primero en advertir esta problemática fue Ronald Coase en el conocido trabajo *The Nature of the Firm* de 1937. La respuesta de Coase es que, en algunos casos, resulta menos costoso llevar a cabo transacciones dentro de la estructura de una empresa que en un determinado mercado, dado que se eliminan los denominados costos de transacción. Esta teoría también explicaría el tamaño de las empresas, la cual crecería hasta el punto en que sea igual de costoso producir un bien o servicio al interior de la empresa que adquirirlo en el mercado¹. Coase (1990), en este sentido, apunta lo siguiente:

Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm these market transactions are eliminated, and in place of the complicated market structure with exchange transactions is substituted the entrepreneur-co-ordinator, who directs production. (pp. 36 – 37)

Posteriormente, la teoría de Coase fue matizada por Alchian y Demsetz, quienes apuntan que las transacciones que se dan al interior de la empresa no se diferencian de aquellas que las personas pueden celebrar en el mercado, dado que los trabajadores tienen la potestad de

¹ En el mismo sentido se pronuncia Calderón (2003):

La existencia de las empresas se atribuye a los costos de transacción. Así, Coase contrapone al empresario y su actividad de dirección con el sistema de precios como elementos asignadores de los recursos necesarios para la producción. El empresario actúa desde y dentro de un ámbito organizado por él mismo llamado empresa y el mecanismo de los precios actúa en el mercado. Por lo tanto, la existencia de las empresas se justifica en la medida que los costes de organizar la actividad económica a través de ella son inferiores a los que se producirían si se organizara a través de transacciones libres en el mercado, cuando los costos de organizar dicha actividad son iguales, la empresa alcanza los límites de su expansión (esto responde al por qué de su tamaño), más allá de dicho límite la empresa deja de ser económicamente eficiente. (p. 51)

negociar con el empleador y terminar sus correspondientes contratos. La diferencia entre ambos tipos de transacciones estaría, entonces, en la posición central que ocupa el empresario (es decir, aquel que cuenta con derechos residuales sobre los beneficios de la empresa), quien es el destinatario de todas las relaciones contractuales.

En ese contexto, los autores abogan por el modelo del *team production*, en el cual la empresa existe en la medida que la producción de bienes y servicios a través de un equipo (se entiende, al interior de una empresa) es más rentable que contratar en el mercado, lo cual ocurre cuando resulta más económico asumir los costos de supervisión de los miembros del equipo con el fin de que éstos cumplan con las responsabilidades que les son asignadas. Los autores señalan lo siguiente:

If there is a net increase in productivity available by team production, net of the metering cost associated with disciplining the team, then team production will be relied upon rather than a multitude of bilateral exchange of separable individual outputs. (Alchain & Demsetz, 1972, p. 780)

Jensen y Meckling (1976) depuraron la concepción contractual de la empresa, que venimos comentando, proponiendo la teoría del nexo de los contratos. Bajo esta teoría, se enfatiza que la empresa es únicamente un vehículo o una ficción legal que congregan no sólo a las relaciones contractuales entre el emprendedor y los trabajadores con el fin de producir bienes y servicios, sino que también se constituye como el nexo de todas las transacciones relacionadas con la actividad empresarial, incluyendo clientes, acreedores, entre otros:

Viewed this way, it makes little or no sense to try to distinguish those things that are “inside” the firm (or any other organization) from those things that are “outside” of it. There is in a very real sense only a multitude of complex relationships (i.e., contracts) between the legal fiction (the firm) and the owners of labor, material and capital inputs and the consumers of output. (Jensen & Meckling, 1976, p. 9)

1.2 Planteamientos jurídicos sobre la naturaleza de la sociedad

En esta sección abordaremos las teorías que se han desarrollado en la doctrina jurídica para explicar la naturaleza de las sociedades anónimas tanto en los ordenamientos europeo-continenciales como en los ordenamientos anglosajones². Cabe indicar, sin embargo, que a lo

² Más adelante veremos que, desde el punto de vista jurídico, la importancia del interés social consiste principalmente en determinar los sujetos a quienes los administradores deben guardar lealtad en el ejercicio de sus deberes fiduciarios. Sobre el particular, nos parece acertada la anotación que realiza Gaitán, citando a Esteban Velasco, para determinar en favor de quienes se encuentra previsto el interés social en un determinado ordenamiento jurídico: “[a]sí las cosas, surgen entonces los siguientes cuestionamientos: ¿qué intereses conforman el interés social?, ¿los administradores a quienes deben

largo del presente trabajo manifestaremos nuestra crítica a la teoría institucionalista y presentaremos los argumentos por los cuales nos decantamos por la teoría contractualista.

1.2.1 *Teoría Monista o Contractualista*

De acuerdo con Sabogal (2011), la teoría monista o contractualista³, en una primera etapa identificaba el interés social con el interés común de los socios —entendido como el reparto de utilidades— y, posteriormente, evolucionó hacia el *shareholder value maximization*, cuyo objetivo consiste en aumentar el valor de las acciones de la sociedad en el mercado. En ese sentido, Sabogal apunta que:

Los administradores en el ejercicio de sus funciones tendrán pues la obligación de “creación de valor”, maximizando el valor de la empresa, y aumentando por ende el valor de las acciones (e incrementando por esa vía también el patrimonio de los accionistas). (p. 5)

Más adelante (v. secc. 2) veremos cómo se ha desarrollado la teoría del *shareholder wealth maximization* en el Derecho estadounidense y su impacto en el concepto del interés social.

La teoría contractualista propone la idea de que la sociedad nace de un contrato celebrado por los socios. Sobre el particular, ya en el ámbito del Derecho europeo continental, García-Pita (2017, pp. 209 – 215) propone los siguientes fundamentos:

- El contrato de sociedad ciertamente es distinto al típico contrato sinalagmático de prestaciones recíprocas, sin embargo, en tanto nace de un acuerdo voluntario de personas, sigue siendo un contrato, en particular, uno de colaboración y organización. De acuerdo con el citado autor, los críticos de la teoría contractualista de la sociedad no estarían contemplado la amplitud de la institución del contrato y estarían dejando de lado el hecho de que los contratos no se extinguen fugazmente tras el cumplimiento de las prestaciones y que pueden admitir la entrada de más partes contractuales de manera sucesiva.
- Por otra parte, el hecho de que no existan obligaciones recíprocas entre los socios no determina la falta de contractualidad del nacimiento de la sociedad. De hecho, existen casos en los cuales las prestaciones de los contratos no se establecen en beneficio de ninguna de las partes que lo celebran, tal y como sucede en el contrato en favor de tercero.
- Si bien la constitución de una persona jurídica es un efecto distinto al contenido de los

escuchar y atender?, quienes pueden exigir responsabilidad a los administradores?” (Gaitán, 2013, p. 60).

³ Se denomina contractualista en atención a la celebración del contrato de sociedad por parte de los accionistas, quienes son titulares del interés social bajo esta teoría.

contratos (aunque ello también puede predicarse de cualquier acto negocial), ciertamente un contrato puede perseguir la regulación u organización de relaciones sociales de contenido económico mediante la creación de una estructura de colaboración.

Existe un sector de la doctrina que aboga por tesis negociales no contractualistas, proponiendo teorías como la del acto fundacional societario, el negocio fundacional no contractual, la teoría del acto completo y la teoría del acto organizatorio (García-Pita, 2017, pp. 201 – 207). No obstante, tal y como postula García-Pita (2017, pp. 209 – 2015), dichas teorías ignoran puntos clave de la contractualidad del nacimiento de la sociedad, los cuales hemos abordado en los párrafos anteriores.

1.2.2 Teoría Pluralista o Institucionalista

Siguiendo nuevamente a Sabogal (2011, p. 9), encontramos la teoría pluralista del interés social, la cual propone la existencia un interés propio de la sociedad (que sería la institución) compuesto por todos los distintos intereses de los sujetos que interactúan con la sociedad: accionistas, trabajadores, clientes, acreedores, proveedores, entre otros.

Esta teoría nace en Alemania a través del planteamiento de Rathenau del interés de la “empresa en sí”, el cual parte de la realidad de la evolución de las grandes sociedades anónimas que se transformaban empresas autónomas, a medio camino entre los negocios privados y la administración pública (García-Pita, 2017, pp. 192 – 193). En ese sentido, apunta García-Pita (2017, pp. 192 – 193), se evidencia el predominio del órgano de administración social sobre el órgano asambleario de participación de los socios y, por tanto, la sociedad se aproxima a la fundación, dado que los administradores ya no son gestores del interés de los socios, sino del interés superior de la empresa en sí⁴.

Una visión moderna de esta teoría se encuentra plasmada en el *stakeholder value*, desarrollada en el Derecho estadounidense por Blair y Stout, proponiendo que el directorio actúe como *trustee* del interés social, el cual se identificaría con el interés de todos los *stakeholders* de la sociedad (v. secc. 2).

1.2.3 Nuestra postura

De acuerdo con Casanova (2012, pp. 54 – 60), la tesis contractualista puede ser criticada, entre otros aspectos, por (i) olvidar la naturaleza dual de la sociedad, que es una

⁴ García-Pita también apunta que en Francia se desarrolló la teoría de la institución, la cual parte de una voluntad negocial reducida, habida cuenta de las exigencias legales que restringían la libertad de redacción de los estatutos, los cuales eran modelos fijados imperativamente por la ley. Asimismo, esta teoría postula que el funcionamiento de las sociedades se rige por un sistema de acuerdos por mayoría (en lugar de la unanimidad de los socios), por lo que tendría un carácter duradero y orgánico destinado a alcanzar un fin que le es propio (García-Pita, 2017, pp. 193 – 196).

organización y un contrato al mismo tiempo, (ii) hacer desaparecer los límites de la sociedad, dado que no es relevante definir qué se encuentra dentro y fuera de ella, (iii) otorgar significativa importancia al criterio de la eficiencia económica (formulado en el entorno estadounidense) en perjuicio de otros criterios que tradicionalmente han sido la base de la regulación de la sociedad anónima en otros ordenamientos y, (iv) partir de un modelo de escenarios ideales (cero costos de transacción y decisiones que son siempre racionales y debidamente informadas) que no ocurren en la realidad⁵.

En atención a dichas críticas (y también las realizadas contra la teoría institucionalista), la teoría ecléctica propuesta por Casanova, denominada “perspectiva dinámica-evolutiva”, toma elementos de las dos principales teorías sobre la naturaleza jurídica de la sociedad anónima y los combina, manteniendo sus aspectos más positivos, en opinión del autor.

En nuestra consideración, el contrato de sociedad, celebrado por los socios fundadores, ciertamente da origen a una persona jurídica que tiene vocación de formar, con el tiempo, una jerarquía institucional con una vida interna propia. No obstante, creemos que ello no constituye justificación suficiente para afirmar que la naturaleza de la sociedad (y, por ende, el interés social) responde a lo propuesto por la teoría institucionalista.

En respuesta a los planteamientos de dicha teoría, en primer lugar, consideramos que, si bien el contrato de sociedad efectivamente da origen a una persona jurídica, su naturaleza es contractual, toda vez que el nacimiento y el fin⁶ de la sociedad depende principalmente de la voluntad de los socios, quienes son parte del contrato de sociedad⁷.

Por otra parte, somos de la opinión que el estudio de la naturaleza jurídica de la sociedad no debe agotarse en un ejercicio descriptivo, sino que también deben analizarse las consecuencias que conlleva optar por una determinada consideración. En nuestra concepción, la naturaleza jurídica de la sociedad determina el entendimiento del interés social, lo cual conlleva diferentes consecuencias jurídicas en función a la postura adoptada.

En ese sentido, tal y como han señalado Easterbrook y Fischel (1991, como se cita en

⁵ Entre ellos, por ejemplo, partir del modelo de competencia perfecta en el que la información está dada, cuando en realidad dicha información (y las oportunidades de negocio) son descubiertas por el empresario (Casanova, 2012, p. 62).

⁶ A modo de ejemplo, la Ley General de Sociedades otorga este poder a la junta general, contemplando, sin embargo, excepciones en el artículo 407, las cuales tienen como beneficiarios principalmente a los acreedores.

⁷ Cabe señalar que las vicisitudes de la sociedad también dependen de la voluntad de los socios, quienes tienen la facultad de modificar el pacto social y el estatuto, así como decidir sobre los asuntos trascendentales de la sociedad mediante los acuerdos tomados por la junta general. A nuestro entender, ello estaría sustentado en las facultades implícitas de gestión atribuidas a la sociedad anónima (Alcalá, 2018).

Sharfman, 2017, p. 57), cuando se entiende que la sociedad tiene un interés constituido por la suma de los intereses de los *stakeholders*, resulta imposible responsabilizar a los administradores de cualquier decisión tomada en detrimento del interés social, dado que siempre será posible argumentar que se encontraban actuando en interés de alguno de los *stakeholders*. Asimismo, también cabe mencionar que, en base al criterio de eficiencia, tiene sentido que el interés social corresponda al interés de los socios considerados en su conjunto, dado que son los únicos actores que únicamente reciben beneficios residuales de la actividad de la sociedad (bajo la forma de dividendos). Por el contrario, todos los demás actores cuentan con beneficios fijos (aunque también es cierto que, adicionalmente, pueden contar con beneficios residuales): los trabajadores reciben un salario, los acreedores tienen derecho a la devolución de su crédito, entre otros.

¿El criterio de eficiencia debe determinar la aplicación de una u otra teoría? Gondra (2010, pp. 203 – 204) —al hablar sobre los mercados de *corporate control* y su influencia en los directores para maximizar el *shareholder value*— apunta que la teoría contractual de la sociedad anónima funda sus conclusiones sobre la eficiencia de las actuales estructuras de gobierno corporativo, en primer lugar, sobre un modelo de sociedad anónima que es el resultado de un proceso de negociación continua entre los socios y los directivos y, por otra parte, en el proceso de “selección natural” derivado de la competencia entre las diferentes formas de organización en el mercado (*market for corporate control*), lo cual critica argumentando que no es el único aspecto a considerar al preferir una estructura de gobierno que favorezca a los accionistas. Asimismo, Gondra (2010, p. 204) también señala que la teoría contractual no cuenta con evidencia empírica concluyente que la respalde.

Por el contrario, Easterbrook y Fischel (2005) abogan por la teoría contractual utilizando, precisamente, argumentos basados en la eficiencia:

Self-interested entrepreneurs and managers, just like other investors, are driven to find the devices most likely to maximize net profits. If they do not, they pay in lower prices for corporate paper. Any one firm may deviate from the optimal measures. Over tens of years and thousands of firms, though, tendencies emerge... It is inevitable that a substantial amount of undesirable slack or self-dealing will occur. The question is whether its costs can be cut by mechanisms that are not themselves more costly. (pp. 186 – 187)

Asimismo, los referidos autores también señalan que los accionistas asumen más riesgos que los demás actores que interactúan con la sociedad (riesgo que, ciertamente, puede ser mitigado mediante la diversificación) y que además pierden el control de su inversión:

Diversification makes investment as a whole less risky... and therefore makes investment both more attractive and more efficient. Investors bear most of the risk of business failure, in exchange for which they are promised most of the rewards of success. The penalty for this arrangement is that separation of management and risk bearing at least potentially increases agency costs by driving a broader wedge between employees' interests and those of the venture as a whole. Employees will receive less of the return; investors, on the other hand, will be less effective monitors to the extent holdings widely scattered, for then no one investor has a good reason to monitor. (pp. 190 – 191)

Easterbrook y Fischel (2005) también esgrimen como argumento a favor del entendimiento contractual de la *corporation* el hecho de que la voluntariedad determina la existencia de un contrato, sin importar si este fue producto de una negociación continua entre las partes (lo cual, en nuestra opinión, se encuentra en línea con lo expresado por García-Pita con respecto al concepto amplio del contrato):

To say that a complex relation among many voluntary participants is adaptive is to say that it is contractual. Thus our reference to the corporation as a set of contracts. Voluntary agreements are contracts. Some may be negotiated over a bargaining table. Some may be a set of terms that are dictated (by managers or investors) and accepted or not; only the price is negotiated... The results of all of these voluntary arrangements will be contractual. (pp. 190 – 191)

Por otro lado, conviene mencionar que Easterbrook y Fischel (2005) se refieren a la evidencia empírica del efecto de los diferentes tipos de gobierno corporativo sobre el precio de las acciones:

The mechanism by which stocks are valued ensures that the price reflects the terms of governance and operation, just as it reflects the identity of the managers and the products that the firm produces.

The price of stocks trades in public markets is established by professional investors, not by amateurs. These professionals —market makers, arbitrage departments of investment banks, managers of mutual funds and pension trusts, and others— handle huge sums that they are willing to use to purchase undervalued stocks. They study the firm's profits and prospects and bid or sell accordingly... The price reflects the effects, good or bad, of corporate law and contracts, just as it reflects the effects of good and bad products. This is yet another example of the way in which markets transmit the value of information through price, which is more informed than any single participant

in the market. (p. 197)

No debe perderse de vista, sin embargo, que dentro de la categoría de sociedad anónima conviven un sinnúmero de realidades, que van desde el más pequeño emprendimiento hasta las transnacionales centenarias —cada una de ellas con sus propios problemas, como apunta Rodríguez (2010)—, sin embargo, en el ámbito de los ordenamientos de tradición continental, resulta claro que en la sociedad anónima son los socios y el contrato de sociedad quienes tienen el protagonismo en la materia que abordamos en este apartado⁸.

No obstante lo anterior, encontramos ilustrativo el aporte de Hansmann (2005) sobre las diferentes formas legales bajo las cuales se organizan las empresas, señalando que su titularidad (*ownership*) no necesariamente debe corresponder a un tipo de aporte:

... ownership need not be, and frequently is not, associated with investment of capital. Rather, lending capital is simply one of many types of transactions to which ownership of a firm can be tied. A general theory of corporate ownership, therefore, must explain both why ownership is generally tied to transactions and what factors govern the particular class of transactions —whether lending capital, supplying other factors of production, or purchasing the firm’s products— to which ownership is tied in any particular case. (p. 286)

Hansmann también apunta que las empresas eligen organizarse bajo una determinada forma legal en base a la eficiencia en la reducción de costos de transacción para los todos los patrones⁹, es decir, minimizando la suma de los costos de contratación en el mercado para los patrones que no tienen titularidad, así como los costos de *ownership* para esta clase de patrones. En ese sentido, las empresas que realicen —sea por fuerzas de mercado o por una elección

⁸ Alemán (2003, p. 47) señala que la *corporation* estadounidense —en torno a la cual se construye el debate sobre las teorías contractualistas e institucionalistas— sigue un proceso de incorporación distinto al de la sociedad anónima en la tradición continental. La *corporation* tuvo su origen en el régimen de concesiones estadounidense instaurado en el siglo XIX durante el tránsito de una economía mercantilista hacia una economía liberal. La *chartered corporation* —inicialmente concebida para empresas de interés público o semi público en régimen de concesión administrativa, tales como canales, puertos, bancos y compañías de seguros— fue paulatinamente privatizándose hasta tal punto que el único rasgo sobreviviente de su formulación original pasó a ser el otorgamiento del *certificate of incorporation* —lo cual determina su nacimiento para efectos jurídicos— a solicitud de los promotores de la *corporation*, y no de sus accionistas, quienes entran en escena en un momento posterior a efectos de obtener financiamiento.

Dicha realidad contrasta con la sociedad anónima, que se origina en el contrato de sociedad celebrado por los socios. Es preciso anotar, sin embargo, que la sociedad anónima del Derecho continental tuvo un origen bastante similar, pero fue evolucionando en el tiempo (Calderón, 2021).

⁹ Hansmann (2005, p. 284) utiliza el término “*patrons*” para referirse a todas las personas que realizan transacciones con la empresa, tanto como compradores de productos, o como proveedores de algún factor de producción (incluido el capital).

racional— una asignación eficiente del *ownership*, serán las que sobrevivan (Hansmann, 2005, p. 297).

En suma, consideramos que la teoría contractualista es la que mejor refleja la realidad de la sociedad anónima heredera del Derecho europeo continental (incluido el Derecho peruano, por supuesto) y, al señalar que los socios son los titulares del interés social, otorga el marco jurídico para que estos últimos determinen por su propia cuenta en qué consiste dicho interés social. Este punto se encuentra desarrollado en la sección 3.

1.3 El problema de agencia

1.3.1 Delimitación de conceptos

Bajo la teoría contractualista, la relación de agencia que existe entre los accionistas y los administradores es el elemento que subyace en la regulación de los deberes de los administradores en diferentes legislaciones (sin que ello signifique que los directores sean mandatarios), así como en la consideración de la maximización de resultados como el interés social¹⁰. En ese sentido, la relación de agencia constituye un elemento fundamental dentro de los postulados de las teorías contractualistas de la sociedad.

Jensen y Meckling (1976, p. 5) definen la relación de agencia como un contrato¹¹ bajo el cual una o más personas (denominadas como principal o principales) encargan a otra u otras (agente o agentes) la ejecución de un determinado servicio en interés de los primeros y que involucra por parte de dichos principales cierta delegación de toma de decisiones en los agentes.

Bajo dicha definición, las relaciones de agencia pueden darse en un sinnúmero de situaciones: desde el coleccionista que encarga a su representante la compra de una obra de arte, pasando por el cliente que contrata un abogado para su patrocinio judicial y, por supuesto, el ejercicio del cargo de administrador de una sociedad anónima o compañía.

¹⁰ Más adelante (v. secc. 3) veremos que —en nuestra opinión— es necesario darle contenido al concepto de “resultados” o “beneficio”, puesto que desde el punto de vista económico la mera utilidad positiva no necesariamente significa que se ha maximizado el beneficio de los accionistas. Por ello, consideramos que dicho planteamiento debería tener un reflejo en el ámbito jurídico.

En esa línea, Brealey et al. (2017, pp. 311 – 314) señalan que muchos métodos para evaluar el desempeño de una compañía (tales como, por ejemplo, la cotización en bolsa de las acciones o el retorno sobre la inversión, conocido también como ROI o *return on investment*) no tienen en cuenta diversos aspectos esenciales para medir realmente la rentabilidad de una inversión. Es así que estos autores proponen otros métodos —como, por ejemplo, el *economic value added* o EVA— que tienen en cuenta el costo del capital.

¹¹ Los autores utilizan la palabra “*contract*”; sin embargo, dicho término no debe ser interpretado en su acepción jurídica, pues el texto citado es un trabajo de ciencia económica. En ese sentido, nuestra opinión es que la expresión debe ser entendida como cualquier relación social con contenido económico.

Dicho lo anterior, queremos apuntar que, como dejan entrever los citados autores¹², en el caso de las sociedades anónimas y compañías, la relación de agencia se da en el contexto de separación entre la propiedad y la gestión, es decir, aquella situación en la cual los accionistas no participan activamente en la administración, puesto que los dueños, por un lado, y los gestores, por el otro, tienen competencias excluyentes y debidamente delimitadas¹³. Por el contrario, si nos encontramos frente al caso en el cual los accionistas (dueños de la totalidad de participación en el capital) desempeñan directamente las actividades de gestión, entonces no cabe en realidad hablar de relación de agencia, por la sencilla razón de que en este supuesto no existe una delegación de funciones, sin la cual esta relación sencillamente no existe.

Es importante tener en cuenta que la separación entre propiedad y control —en el ámbito estadounidense— se da específicamente dentro de las *corporations*, que tienen una estructura de delegación de la administración en los directores, a diferencia de las *partnerships*, en las cuales los *partners* son quienes tienen encargada la gestión. A modo de referencia, consideramos importante traer a colación las características de las *corporations*, de acuerdo a lo comentado por Armour, et. al. (2009):

- Las *corporations* tienen personalidad jurídica independiente de los *shareholders*, lo cual es un elemento esencial para considerarla como un *nexus for contracts*.
- En ese sentido, tienen responsabilidad limitada, toda vez que únicamente responden por las obligaciones contraídas hasta donde alcance el patrimonio de la *corporation*, mas no el de los *shareholders*.
- Las *shares* de la *corporation* son libremente transferibles a terceras partes, lo cual le permite desarrollar sus actividades independientemente del cambio en la identidad de los *shareholders*.
- Asimismo, las *corporations* delegan la gestión en el directorio. Los *shareholders* mantienen el poder de decisión únicamente sobre los asuntos de mayor importancia.

Teniendo esto en cuenta, el problema de agencia consiste en que los intereses del principal y del agente no se encuentran totalmente alineados o, de manera más exacta que, en mayor o menor medida, que el agente no velará en todo momento por los intereses de su principal. A mayor abundamiento, Kraakman et al. (2017, p. 29) señalan que el problema de

¹² Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency. (Jensen & Meckling, 1976, p. 6)

¹³ Por esta razón se ha excluido a las sociedades de personas del objeto del presente estudio, debido a que en ellas la participación en el capital social atiende primordialmente a las características y calificaciones personales de los socios.

agencia surge cuando (i) la riqueza¹⁴ del principal depende de las acciones tomadas por el agente y (ii) cuando éste actúa en su propio interés en lugar del interés de su principal.

Cabe precisar que dentro de las sociedades anónimas también pueden existir otros tipos de problemas de agencia distintos al propio entre accionistas y administradores. En ese sentido, siguiendo lo señalado por Kraakman et al. (2017, pp. 29 – 30), también existen relaciones y problemas de agencia entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios de una sociedad, así como entre la sociedad y los terceros con lo que se relaciona (por ejemplo, clientes y proveedores). Incluso, como sugieren Brealey et al. (2017, pp. 305 – 306), los propios directores pueden llegar a experimentar problemas de agencia con los gerentes de primera línea, éstos con los de segunda, y así sucesivamente. Como puede verse, los casos son bastante variados.

¿Cuáles son las causas del problema de agencia? Una de ellas es la asimetría informativa que existe entre el principal y el agente, dado que este último recibe una mayor cantidad información y accede a ella con más facilidad que el principal¹⁵. Sin embargo, la razón última reside en el hecho de que tanto el principal como el agente son maximizadores de su propio beneficio, por lo que es natural que sus intereses no se encuentren alineados al cien por ciento (Jensen & Meckling, 1976, p. 5).

Para terminar este apartado, vamos a comentar las consecuencias que generan los problemas de agencia, es decir, los llamados costos de agencia. Jensen y Meckling (1976, p. 6) categorizan estos costos en tres tipos: gastos de supervisión (*monitoring expenditures*), gastos de compromiso (*bonding expenditures*) y la pérdida residual (*residual loss*).

¹⁴ Para ser más exactos, cabe indicar que los autores utilizan la palabra “*welfare*”. De acuerdo con el Merriam-Webster Dictionary (s.f.), la primera acepción del término está definida como “the state of doing well especially in respect to good fortune, happiness, well-being, or prosperity”. En ese sentido, hemos optado por traducir el término en mención como “riqueza”, que en nuestra opinión debe ser entendida como el conjunto de beneficios de contenido económico, sean pecuniarios o no pecuniarios.

¹⁵ En ese sentido, coincidimos con Kraakman et al. (2017) cuando apuntan que: “The core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about the relevant facts, the principal cannot easily assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised” (p. 29).

Brealey et al. (2017) opinan en el mismo sentido y señalan que:

... the design of a capital investment project involves investment decisions that top management do not see. Think of a proposal to build a new factory. The managers who developed the plan for the factory had to decide its location. Suppose they chose a more expensive site to get closer to a pool of skilled workers. That’s an investment decision: additional investment to generate extra cash flow from access to these workers’ skills. (Outlays for training could be lower, for example). Does the additional investment generate additional NPV [net present value], compared to building the factory to a cheaper but remote site? How is the CFO to know? He or she can’t afford the time to investigate every alternative that was considered but rejected by the project’s sponsors.” (Brealey et al., 2017, pp. 302 – 303)

Los gastos de monitoreo o supervisión son aquellos en los cuales incurren los principales para vigilar que la conducta de los agentes se encuentre alineada con sus intereses. Un ejemplo consiste en la contratación de servicios de auditoría contable.

Los *bonding expenditures* consisten en compromisos asumidos por los propios agentes para evitar incurrir en costos de agencia. Esto, por ejemplo, se da comúnmente en la industria de fondos de inversión alternativos¹⁶, en la cual los gestores suelen contribuir capital a la compañía a efectos de alinear intereses con los inversionistas y, de este modo, hacer más atractiva la inversión (Institutional Limited Partners Association [ILPA], 2011). Así, al participar en el capital, los gestores también se podrían ver afectados por eventuales pérdidas, por lo que este mecanismo constituye un buen incentivo para que los gestores se desempeñen de la mejor manera posible.

El tercer tipo, la pérdida residual, consiste en el beneficio o utilidades dejadas de percibir por los accionistas a causa de una gestión defectuosa de los administradores.

Jensen y Meckling (1976, p. 10) mencionan un ejemplo bastante interesante de este tipo costo de agencia, el cual nos parece importante mencionar a modo de ejemplo. Se trata del caso de un *owner-manager* que cuenta con el cien por ciento de participación en el capital de una determinada compañía y posteriormente decide admitir el ingreso de terceras personas como accionistas minoritarios, pero asegurándose de mantener una participación en el capital lo suficientemente alta como para que dichos accionistas minoritarios no puedan removerlo de su cargo de administración.

Tomando como premisa que el *owner-manager* utiliza los recursos de la compañía para verse beneficiado con ciertos privilegios que disminuyen la utilidad (por ejemplo, la compra de alfombras costosas para su propia oficina), los autores hacen notar que dichos privilegios son más onerosos para el *owner-manager* cuando éste es titular de la totalidad de acciones del capital que cuando solamente es propietario de una fracción de las mismas.

Así, en el primer supuesto, los privilegios tienen para el *owner-manager* un costo del cien por ciento (100%), dado que el costo de estos privilegios reduce directamente la utilidad, a la cual el *owner-manager* tiene derecho en su totalidad. Por el contrario, cuando, por ejemplo, los accionistas minoritarios son titulares del cinco por ciento (5%), el costo de los privilegios naturalmente sigue afectando la utilidad, pero esta vez en una proporción distinta para el *owner-*

¹⁶ Los fondos de inversión alternativos se engloban en la categoría más amplia de “inversiones alternativas”, que se caracterizan, entre otros, por ser inversiones de alto riesgo (en contraposición de inversiones tradicionales en instrumentos de deuda, acciones, efectivo, entre otros) e ilíquidas (es decir, que no pueden ser vendidas —y, por ende, ser transformadas en dinero— con facilidad).

owner manager, para quien ahora los privilegios sólo “cuestan” el noventa y cinco por ciento (95%), es decir, el porcentaje de la utilidad al que tiene derecho.

En ese sentido, cuando el *owner-manager* reduce su participación en el capital social, es esperable que trate de beneficiarse con dichos privilegios. Es más, dicha situación incluso incentiva que se apropie de la riqueza de la compañía bajo la forma de privilegios¹⁷.

1.3.2 Respuestas al problema de agencia

A continuación, expondremos las principales estrategias o respuestas que la doctrina plantea para hacer frente a los costos de agencia. Cabe indicar que lo señalado a continuación no pretende ser un listado exhaustivo sobre el asunto bajo análisis.

Siguiendo a Kershaw (2012, pp. 179 – 188), existen dos grandes grupos de estrategias frente al problema de agencia: las llevadas a cabo por los propios accionistas o potenciales accionistas y las respuestas regulatorias, correspondientes al poder público.

Dentro del primer grupo, el autor señala que una de las estrategias consiste en que los accionistas podrían —para evitar incurrir en pérdida residual— asumir costos de monitoreo con el propósito de lograr que la actuación de los administradores esté alineada con los intereses de los accionistas.

Uno de los problemas de esta estrategia es que siempre habrá un grado de delegación y, con ello, una relación de agencia. Supongamos, por ejemplo, que se designa a una firma contable para que realice la auditoría de una compañía. Esta firma auditará el trabajo de los administradores, pero ¿quién se encarga de supervisar al auditor? Es fácil darse cuenta de que por muchos supervisores que se designen, siempre habrá un problema de agencia de por medio.

Asimismo, otro problema al que se enfrenta esta estrategia es que lo poco atractivo que resulta para los accionistas de grandes empresas tomar el camino del activismo y monitorear de manera constante a los administradores. Sobre el particular, Kershaw (2012, p. 179) realiza un análisis sobre la estructura del accionariado de las compañías públicas en el Reino Unido, es decir, aquellas que cotizan sus acciones en bolsa. El autor hace notar que, en muchos casos, estas compañías cuentan con muchos inversionistas *retail* y con pocos inversionistas institucionales; sin embargo, la participación en el capital de los primeros es pequeña en comparación con los últimos.

En ese escenario —siempre siguiendo al mencionado autor—, se podría pensar que los inversionistas institucionales realizan un monitoreo activo de los administradores, más aún

¹⁷ As the owner-manager’s fraction of the equity falls, his fractional claim on the outcomes falls and this will tend to encourage him to appropriate larger amounts of the corporate resources in the form of perquisites (Jensen & Meckling, 1976, p. 12).

cuando la información analizada revela que el número de inversionistas institucionales que participan en el accionariado de las compañías listadas no es muy elevado, lo cual debería reducir los costos de coordinación entre ellos y ellas. No obstante, en la práctica estas personas y entidades no muestran mucho interés en asumir dichos costos, tomando posturas “racionalmente desinteresadas”¹⁸ ante dicha asunción, puesto que resulta más favorable para sus intereses (y para la maximización de su propio beneficio) destinar su tiempo a la búsqueda y ejecución de nuevas inversiones. En otras palabras, el costo de oportunidad de asumir estos costos de monitoreo es muy elevado para este tipo de inversionistas¹⁹.

Otra estrategia consiste en que los potenciales adquirentes de participación en una compañía evalúen de manera previa si, una vez realizada la inversión, deberán o no incurrir en costos de agencia (en particular, costos de monitoreo y pérdida residual), reduciendo en consecuencia el precio que están dispuestos a pagar en caso identifiquen que tendrán que incurrir en dichos costos.

Tal y como deja entrever Kershaw (2012, p. 187), el precio de las acciones en mercados públicos (bolsas de valores) disminuirá si los costos de agencia de una compañía son muy elevados de acuerdo a la percepción que tenga el mercado. En similar sentido se pronuncian Jensen y Meckling (1976):

Prospective minority shareholders will realize that the owner-manager's interests will diverge somewhat from theirs; hence the price which they will pay for shares will reflect the monitoring costs and the effect of the divergence between the manager's interest and theirs. (p. 11)

El segundo grupo de estrategias frente a los costos de agencia son las llamadas respuestas regulatorias. En la misma línea que lo comentado por Kershaw (2012, p. 186) y Kraakman et al. (2017, p. 31), estas medidas no necesariamente tienen que ser normas que ordenen directamente la forma en la que una compañía debe organizarse o llevar a cabo sus actividades, sino que también pueden tomar la forma de *default rules*, es decir, reglas o estándares que apliquen por defecto en caso la compañía no se pronuncie en contra de su

¹⁸ El término utilizado por el autor es “*rational apathy*”.

¹⁹ Kershaw (2012, p. 183) señala que, sin embargo, la excepción son los casos en que los activos de los inversionistas institucionales son manejados por gestores de fondos. Usualmente —de acuerdo con el autor— las retribuciones que perciben estos gestores son calculadas en base al monto de los activos que administran por cuenta de los institucionales. Bajo dicho esquema, mientras más inversiones realicen los gestores, mayor será su retribución. Sin embargo, cada vez es más común que la retribución de los gestores también cuente con un componente variable que depende del desempeño de las inversiones realizadas. Bajo este último supuesto, los gestores tendrían mayores incentivos para monitorear que para realizar nuevas inversiones.

aplicación.

Los *default rules* también han sido mencionados por Paz-Ares (2003), haciendo referencia al sesgo del *status quo* a propósito de su propuesta referida a que la regulación incluya en los estatutos sociales —por defecto— determinadas cláusulas penales para los casos de daños causados por los administradores²⁰:

La naturaleza dispositiva de la norma [esto es, la que incluye por defecto la cláusula penal en el estatuto] nos proporciona la tranquilidad de saber que puede ser modificada si, en un determinado caso, resulta ineficiente, lo cual es algo que ciertamente no se puede descartar. Al fin y al cabo, si efectivamente interesa a las partes una regla de este tipo, siempre pueden introducirla en los estatutos a través de la correspondiente cláusula penal. La observación, sin embargo, no sería convincente dada la asimetría que existe entre “poner” y “quitar” cláusulas estatutarias restrictivas o “agresivas” respecto de los administradores. El origen de la asimetría no está sólo en el llamado “sesgo del status quo” sobre el que insiste la literatura conductista... sino —y sobre todo— en el hecho de que en su introducción es decisiva la iniciativa de los administradores (que, en principio, ofrecerían más resistencia), mientras que para su supresión lo crucial es la aceptación de los accionistas externos (en principio, más proclives a mantenerla). (Paz-Ares, 2003, p. 22)

Con respecto a las estrategias regulatorias frente a los costos de agencia, consideramos importante explicar la razón de su existencia. Kershaw (2012, pp. 186 – 188) señala que podría argumentarse que el mercado se autorregula y sancionará con un menor precio por acción a las compañías que presentan costos de agencia o, por el contrario, que los administradores que quieran aumentar el valor de la compañía realicen actos destinados a alinear intereses con los accionistas. Sin embargo, esta situación podría ocasionar que exista mucha desconfianza en el mercado, pues resultaría difícil para los inversionistas distinguir entre una compañía cuyos administradores propician la generación de costos de agencia de aquellas que no experimentan este fenómeno²¹. En ese contexto, todos los administradores (sean buenos o malos) encontrarán más costoso sacar a la venta las acciones de la compañía, incrementándose así el costo del

²⁰ Cabe indicar que la inclusión de este tipo de cláusulas penales en el estatuto a propuesta de los administradores constituye, de acuerdo con Paz-Ares (2003), un ejemplo de *bonding* (o reafirmación) de sus compromisos de lealtad, los cuales identificamos con *bonding agency costs*.

²¹ De acuerdo con lo señalado por el autor, esta situación es llamada “*market for lemons*” y consiste en que los compradores tienen dificultades para distinguir un producto bueno de uno malo, por lo que se rehúsan a pagar por cualquier producto una cantidad mayor al precio del producto malo, aun si el producto ofrecido tiene múltiples bondades.

capital y haciendo que desarrollar negocios sea más caro de lo normal. Por estos motivos, es necesario que intervengan las estrategias regulatorias en sus diversas formas.

A continuación, proporcionaremos una clasificación de las respuestas regulatorias, para lo cual nos guiaremos principalmente por la propuesta elaborada por Kershaw (2012, pp. 186 – 188), sin perjuicio de citar a otros autores:

– Estructuración del reparto del poder entre el directorio, los gerentes y los accionistas.

Esta estrategia busca identificar aquellos aspectos en los cuales los accionistas deben retener el poder de tomar ciertas decisiones a fin de asegurarse de que los administradores estén actuando en beneficio del interés social. De acuerdo con lo señalado por Kraakman et al. (2017, p. 37), la *corporation* es un vehículo configurado para la delegación de la gestión en los administradores, de modo que sólo las decisiones más importantes y fundamentales deberían requerir la aprobación de los accionistas.

– Regulación de la composición del directorio, para que éste sea, a su vez, un mecanismo de control efectivo frente a los costos de agencia incurridos por los gerentes.

Bajo esta estrategia se busca determinar quiénes o qué características deben tener las personas que formen parte de la administración de una compañía. En ese sentido, se fijan los requisitos o condiciones de entrada de manera previa al establecimiento de la relación agente – principal. Por ejemplo, siguiendo a Kraakman et al. (2017, p. 33), la regulación puede establecer que los administradores revelen determinada información personal que tenga incidencia en su rol.

– Regulación de la retribución de los administradores.

¿La retribución puede ser una herramienta para hacer frente a los costos de agencia? Esta estrategia busca responder a esta pregunta y su función es propiciar el alineamiento de intereses entre los accionistas y los administradores, condicionando su retribución al desempeño de la compañía.

Es importante notar que, de acuerdo a lo señalado por Kraakman et al. (2017, p. 36), la desventaja de esta estrategia consiste en que los administradores serían propensos a tomar riesgos excesivos en aras de obtener una mayor retribución. A ello, podemos agregar que su real eficacia dependerá de lo que se entiende por “buen desempeño de la compañía”: ¿acaso es la obtención de una mayor utilidad al final del año? ¿o más bien podrían existir otros tipos de mediciones del desempeño? Este punto particular, tratado más adelante²², está relacionado con el concepto que se tenga del interés social y de la maximización de beneficios.

²² Ver sección 3.

Por otra parte, consideramos que el tiempo de dedicación de los administradores a asuntos de la compañía también juega un rol importante. Si éstos destinan una parte sustancial de su tiempo a otras actividades, presumiblemente tendrán otras fuentes de ingresos, por lo que la retribución no será un incentivo adecuado para actuar en beneficio de sus principales. Es por esta razón, entre otras, que los ILPA Private Equity Principles (en su versión de 2011) establecen que una forma de alineamiento de intereses consiste en fijar un tiempo mínimo de dedicación de los administradores (ILPA, 2011, p. 6).

– Estándares o deberes de conducta aplicables a los administradores y los mecanismos puestos a disposición para hacerlos valer en caso de incumplimiento, especialmente por parte los accionistas.

En línea con lo comentado por Kraakman et al. (2017, pp. 32 – 33), esta estrategia puede tomar la forma de reglas o de estándares, siendo las reglas prohibiciones específicas para los administradores, en contraposición a los estándares, cuyo contenido y cumplimiento son determinados de manera posterior a la actuación del administrador (por ejemplo, “actuar de buena fe” o “maximizar los beneficios de los accionistas”).

De manera adicional a las respuestas y estrategias antes señaladas, Kershaw (2012, p. 187) señala que el propio mercado autorregula los costos de agencia en los casos en que existe un mercado de toma de control de compañías. En ese sentido, el autor explica que cuando las acciones de una compañía se negocian a un precio bajo (debido a un mal desempeño causado por la existencia de costos de agencia) se encuentran expuestas a adquisiciones y cambios de control. En este escenario, los nuevos dueños de la compañía podrían fácilmente optar por remover a los administradores cuyos actos impactan negativamente en el desempeño de la misma. Bajo ese entendido, los propios administradores serán los que intenten no incurrir en costos de agencia en aras de evitar ser removidos y que, por ende, su reputación en el mercado se vea perjudicada.

1.4 La naturaleza jurídica del directorio de la sociedad anónima

Existen diversas teorías que intentan explicar la naturaleza jurídica del directorio de las sociedades anónimas, las cuales, desde nuestro de punto de vista, pueden ser adoptadas independientemente del entendimiento que se tenga sobre la naturaleza jurídica de la sociedad anónima²³. Sin embargo, es preciso anotar que, dependiendo de la teoría adoptada, existirán cambios en el régimen jurídico de los deberes de los directores frente a los accionistas, la

²³ Casanova (2012), por el contrario, sostiene que las teorías sobre la naturaleza jurídica del directorio y de la sociedad deben estar alineadas, por lo que propone adoptar la teoría compleja o mixta y la teoría dinámica evolutiva, respectivamente.

sociedad o cualquier otro titular del interés social. Dicho ello, para efectos del presente apartado, utilizaremos principalmente la clasificación propuesta por Giraldi (1964).

1.4.1 Teoría del Mandato

La teoría del mandato esencialmente propone utilizar las reglas del mandato civil (de la tradición europea-continental) para la relación sociedad – directorio, la cual sería considerada como un contrato en el cual el mandante (la sociedad) impartiría instrucciones específicas al mandatario (directorio) para la consecución de los fines del contrato. De acuerdo con lo señalado por Giraldi (1964, p. 96), esta teoría es criticada principalmente por hecho de que el directorio actúa de manera independiente sin admitir instrucciones de la sociedad o de la junta de accionistas. Asimismo —comenta el mencionado autor—, dentro de la sociedad, existe una asignación de competencias específicas para el directorio y la junta de accionistas, lo cual resulta incompatible con la idea del mandato.

1.4.2 Teoría de la Representación

Siguiendo lo comentado por Giraldi (1964, p. 97), la teoría de la representación propone que la sociedad no podría actuar por sí misma al tratarse de una entidad sin existencia física, por lo necesita de representantes para poder manifestar su voluntad, tal y como sucede con la representación necesaria o legal propuesta por el derecho europeo continental en los casos de incapacidad.

El autor critica esta teoría, en primer lugar, por considerar inadecuada la utilización de una figura pensada para situaciones de hecho concretas (por ejemplo, pérdida de facultades mentales, minoría de edad) a la realidad de la sociedad anónima, cuya naturaleza consiste en ser una entidad carente de existencia física.

Asimismo, Giraldi señala que la representación (y para estos efectos, también el mandato) implica una relación bilateral entre el representante y el representado en la cual este último actúa en nombre de un interés ajeno. Por el contrario, el directorio es el medio a través del cual la sociedad, ente abstracto, actúa directamente y en nombre propio.

1.4.3 Teoría del Órgano

Esta teoría puede ser considerada como opuesta a las teorías del mandato y la representación, dado que el directorio, como órgano de la sociedad, no actúa en representación del interés del representado o mandatario, sino que es el vehículo mediante el cual la sociedad manifiesta su propia voluntad. En ese sentido, Casanova (2012) señala que los actos de la sociedad “no se derivarían de una relación contractual [haciendo referencia a la teoría del mandato] sino que serían acciones ‘corporativas puramente societarias’” y que “la relación sociedad – administrador estaría determinada por la ley y los estatutos sociales” (p. 71)

Por su parte, Sánchez (2007, pp. 100 - 101) acertadamente señala que, en la teoría del órgano, el nombramiento de los administradores ocurre con el acuerdo de la junta general, que tiene la condición de un acto unilateral corporativo, puramente societario, sin perjuicio de la necesaria posterior aceptación por parte del administrador. Nace, en ese sentido, una relación jurídica que vincula el nombramiento y la aceptación en la forma estructurada por la ley y el estatuto para el ejercicio de la competencia asignada a los administradores, quedando descartada, de este modo, la concepción contractual de la relación sociedad – administrador.

1.4.4 Teoría del Contrato de Trabajo

Siguiendo a Giraldi (1964, p. 101), esta teoría plantea que existe una relación laboral entre los directores y la sociedad. Ante ello, cabe señalar que entre los directores y la sociedad no existe subordinación (que es nota característica del contrato de trabajo), puesto que los directores no actúan bajo instrucciones determinadas, sino que lo hacen de manera colegiada, bajo competencias asignadas y en beneficio del interés social.

1.4.5 Teoría del Fiduciario

Giraldi (1964, p. 102) apunta que esta teoría se basa en el *trust* norteamericano, entendido como una relación fiduciaria bajo la cual una persona, como titular de ciertos derechos (quien sería el fiduciario), está sometida a obligaciones fundadas en el *equity* en beneficio de otra persona o por un interés de orden general²⁴.

En ese sentido —continúa el autor— en los Estados Unidos de América se desarrolló la idea de equiparar al directorio con un fiduciario (aunque sin llegar a serlo), debiendo cumplir con los deberes aplicables a dicha figura en beneficio de un tercero, quienes podrían ser los accionistas, la misma sociedad o la “comunidad empresarial”. Es importante comentar que Giraldi considera que, a pesar de los esfuerzos realizados por diversos autores, la teoría del fiduciario no podría ser realmente importada a ordenamientos de tradición europea continental, puesto que se funda en el *trust* del derecho estadounidense, institución que opera en simultáneo bajo el *common law* y el *equity*.

1.4.6 Teoría Compleja o Mixta

Esta teoría representa una superación de la teoría del órgano —mediante la conciliación con la teoría contractual— y sostiene que la posición jurídica del administrador sería “de carácter complejo, a un tiempo, contractual y orgánica-institucional” (Casanova, 2012, p. 74). En ese sentido, “el administrador, estaría sujeto a una relación contractual con la sociedad y, al mismo tiempo, formaría parte del órgano cuya función sería llevar a cabo la empresa (aspecto

²⁴ Para una explicación de la figura del *trust* estadounidense, consultar Escobar (2006).

institucional de la sociedad) societaria” (Casanova, 2012, p. 74)

1.4.6 Nuestra postura

Si bien la teoría del mandato es compatible (aunque no acertada) con la teoría contractualista de la sociedad, dado que los directores responderían a las instrucciones otorgadas por los accionistas, no consideramos que sea una postura válida para explicar la naturaleza del directorio, pues los directores ejercen la administración de la sociedad de manera discrecional (teniendo como guía, por supuesto, al interés social). Del mismo modo, también descartamos la teoría compleja o mixta, dado que el elemento contractual no resulta, en nuestra opinión, satisfactorio para explicar la naturaleza del directorio de la sociedad²⁵.

En ese sentido, consideramos que la teoría de órgano es la más adecuada para explicar la naturaleza de del directorio, puesto que atiende a las particularidades del fenómeno de la administración societaria (reconoce al directorio, dentro de sus competencias, como el medio para lograr que la sociedad manifieste su voluntad) y, al mismo tiempo, es compatible, desde nuestra perspectiva, con la teoría contractualista de la sociedad, el interés social entendido como maximización de los beneficios de los accionistas y la imposición de deberes fiduciarios a los directores. Cabe desatacar que los argumentos esgrimidos por García-Pita (2017, p. 209 – 215) también pueden ser usados para conciliar la teoría contractualista de la sociedad y la teoría del órgano, dado que, según el autor, el contrato de sociedad puede tener como uno de sus efectos la creación de una persona jurídica con una jerarquía institucional propia dentro de la cual se engarza el directorio como órgano de administración y como vehículo para la manifestación de la voluntad de la sociedad.

1.5 ¿Dónde encajan la maximización de beneficios y los deberes de los administradores?

La medida —positiva o negativa— en que los resultados de la sociedad o compañía se verán maximizados depende de, entre otros factores, que los administradores estén sujetos a ciertas reglas y deberes que permitan alinear sus actos con dicha maximización. Por esta razón, el Derecho opta, bajo diversas formas, por regular la actuación de los administradores a fin de corregir los problemas de agencia que surjan con los accionistas, quienes, sin llegar a ser mandantes, son los titulares del interés social, en línea con lo postulado por la teoría

²⁵ Casanova (2012, p. 74) señala que la teoría compleja o mixta se corresponde con la perspectiva dinámica evolutiva de la sociedad, dado que concilia el aspecto contractual con el aspecto institucional. En nuestra consideración, dicha asimilación se encuentra errada, pues cuando hablamos del aspecto contractual de la sociedad, nos encontramos en el ámbito del contrato de sociedad, celebrado por los socios; en cambio, la dimensión contractual del directorio se refiere a la relación jurídica obligacional que lo vincula con la sociedad.

contractualista de la sociedad.

Conforme se verá con mayor detalle en la sección 2, el Derecho peruano ha adoptado en la Ley General de Sociedades dos estándares de conducta a los cuales se encuentran sujetos los administradores de sociedades anónimas: actuar como un ordenado comerciante y como un representante leal.

Estos estándares se encuadran en lo que la doctrina conoce como deber de diligencia o de cuidado y deber de lealtad. En el siguiente capítulo nos dedicaremos a exponer cómo son entendidos estos deberes y el interés social en el Derecho comparado, concretamente en los Estados Unidos de América, el Reino Unido y España a fin de observar nuestra propia regulación a través de dicho prisma.





Capítulo 2

Estándares de conducta de los administradores e interés social

2.1 Deberes fiduciarios

2.1.1 Deberes fiduciarios en el Derecho estadounidense y en el Derecho del Reino Unido

Los deberes fiduciarios de los administradores en el Derecho estadounidense y en el Derecho del Reino Unido se refieren a la conducta que se espera de ellos considerando que se encuentran en una posición en la que gestionan los recursos e intereses de los accionistas²⁶.

Según Holland (2009, pp. 680 – 681), en el Derecho estadounidense, el concepto de deberes fiduciarios puede rastrearse hasta la decisión tomada por la *Court of Chancery* de Delaware en el caso *Bodell v. General Gas & Electric Corp.* de 1926, con la cual también se sientan las bases para el llamado *Business Judgment Rule*, que se explicará más adelante. En esta decisión el *Chancellor James L. Wolcott* señaló lo siguiente:

There is no rule better settled in the law of corporations than that directors in their conduct of the corporation stand in the situation of fiduciaries. While they are not trustees in the strict sense of the term, yet for convenience they have often been described as such. (*Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119, 1926).

Por su parte, en el Reino Unido, el antecedente más antiguo de los deberes fiduciarios se encuentra en la decisión del *Lord Chancellor* en el caso *Charitable Corp. v. Sutton* de 1742. Holland (2009), citando este caso, señala lo siguiente:

In *Charitable Corp. v. Sutton*, the Lord Chancellor explained that corporate directors were both agents and trustees required to act with “fidelity and reasonable diligence”. Ever since the Sutton decision, courts have consistently stated that directors of corporations are fiduciaries who must comply with the duties of care (described as reasonable diligence in the Sutton decision) and loyalty (described as fidelity in Sutton). (p. 678 – 679)

²⁶ Con respecto a la consideración de los deberes fiduciarios como expectativas de conducta, Kershaw (2012) realiza una comparación entre el modelo inglés y el modelo estadounidense:

In... the UK... the duty to promote the success of the company provides the legal expectation and the basis for review of decisions and the duty of care, skill and diligence provides the expectation and basis for review of the process involved in reaching a decision. (p. 455)

En el pasaje citado Kershaw señala que el deber de promover el éxito de la compañía en el Derecho inglés (que, como veremos más adelante, forma parte del deber de lealtad) proporciona la expectativa de conducta con respecto a las decisiones de los administradores en sí mismas consideradas, mientras que, por su parte, el deber de cuidado proporciona la expectativa de conducta con relación al proceso que llevó a tomar dicha decisión.

Puede observarse que los deberes fiduciarios llevan aplicándose por bastante tiempo en los ordenamientos estadounidense e inglés, lo cual ha generado que sobre los mismos se realicen diversas construcciones jurídicas que se explicarán a continuación en la medida que son de suma utilidad para el objeto del presente trabajo, esto es, la maximización de beneficios de las sociedades anónimas y su relación con los deberes de los administradores.

2.1.1.1 El deber de cuidado o deber de diligencia.

2.1.1.1.1 Derecho estadounidense.

El contenido del deber de cuidado o deber de diligencia²⁷ (*duty of care*) en Delaware²⁸, Estados Unidos de América, no forma parte del Derecho legal (llamado *statutory law*), sino que desde su origen y hasta la fecha está conformado por construcciones jurisprudenciales que las cortes han ido perfilando a través del tiempo.

Bajo su formulación actual, el deber de cuidado requiere que los administradores empleen el nivel de diligencia que una persona ordinariamente cuidadosa y prudente usaría en circunstancias similares, y que en la toma de decisiones de negocio considere toda la información material que razonablemente se encuentre disponible (Kershaw, 2012, p. 455)²⁹.

En ese sentido, la diligencia mínima requerida y, en consecuencia, el cumplimiento de este deber se mide bajo el estándar de la negligencia grave (*gross negligence*). Es decir, un administrador estará en cumplimiento del deber en la medida que no se incurra en actos u omisiones que califiquen como negligencia grave. Naturalmente cabe preguntarse, ¿qué es la negligencia grave?

El caso paradigmático de negligencia grave es la decisión tomada por la *Supreme Court* de Delaware en *Smith v. Van Gorkom* (que será explicado a detalle más adelante)³⁰, en el cual

²⁷ A lo largo de este escrito se utilizarán indistintamente los términos “deber de cuidado” y “deber de diligencia”.

²⁸ Para efectos del presente trabajo se estudiará el Derecho del estado de Delaware. La razón de esta elección reside en el hecho de que más de la mitad de las compañías listadas en las bolsas estadounidenses se encuentran constituidas en dicho estado (Delaware's Government, s.f.).

Es tal vez por esta razón que las cortes de Delaware han realizado importantes contribuciones al desarrollo del *Corporate Law* y del *Corporate Governance* estadounidense.

²⁹ Kershaw (2012) —citando el caso *Walt Disney Derivative Litigation (Chancery Court)*— señala: “Delaware duty of care requires: [t]hat directors of a Delaware corporation ‘use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances’ and ‘consider all material information reasonably available’ in making business decisions.” (p. 455)

³⁰ Tal fue la repercusión que tuvo este caso que provocó una modificación en la DGCL estableciendo la posibilidad de incluir en el estatuto de las compañías una cláusula de exención de responsabilidad de los administradores en caso éstos incurran en actos contrarios al deber de diligencia (Kershaw, 2012, pp. 461 – 462). Actualmente, la sección §102(b)(7) de la DGCL establece lo siguiente:

(b) In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all of the following matters...

se determinó que los directores de la compañía llamada Trans Union Corporation incurrieron en negligencia grave y, en consecuencia, en una infracción del deber de cuidado, al haber aprobado que se eleve a la junta de accionistas de la compañía un acuerdo de fusión con New T Company. No obstante, a pesar de que el caso gira en torno a la comisión de actos que representan negligencia grave, en la decisión tomada por la *Supreme Court* no se puede identificar una definición precisa de este concepto. En ese sentido, es necesario revisar casos posteriores para dar con una definición.

La *Chancery Court* de Delaware, en el caso *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* —citado en el caso *In Re Walt Disney Derivative Litigation*—, estableció que negligencia grave (*gross negligence*) en el contexto del deber de cuidado consiste en una indiferencia irresponsable o deliberada hacia los accionistas considerados como un grupo, o actos fuera de los límites de la razón (Kershaw, 2012, p. 465). Nótese que este estándar de conducta es significativamente más bajo que el existente en el Derecho inglés, tal y como apunta Kershaw (2012)³¹.

Teniendo en consideración lo señalado en los párrafos anteriores, el deber de cuidado en el Derecho estadounidense consiste en que los administradores deben actuar, en el ejercicio de sus cargos, con un determinado nivel de diligencia, cuya definición se formula en negativo bajo el concepto de negligencia grave.

Dicho lo anterior, corresponde analizar la figura denominada *business judgment rule* para determinar con mayor detalle el contenido y límites del deber de cuidado.

El *business judgment rule* es una institución creada por las cortes del Estado de Delaware que permite que los administradores se eximan de responsabilidad frente a la *corporation* o sus accionistas por decisiones tomadas o actos realizados en ejercicio de su

(7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title. (Delaware General Corporation Law)

³¹This provides us with a definition of gross negligence that is clearly distinct from a reasonable average director standard. Note in particular the reference to actions which are 'without the bounds of reason'. This aspect of the gross negligence standard effectively dissolves duty of care review into the reasons for the decision. If there are rational reasons for the decision or action taken then the care review standard is satisfied. (Kershaw, 2012, p. 468)

función, siempre que se cumplan ciertos presupuestos. Como veremos más adelante, la razón de ser de este mecanismo reside en el reconocimiento por parte de las propias cortes de que éstas no se encuentran en la mejor posición para juzgar si una decisión de negocio es o no beneficiosa para la compañía, sino que dicho *expertise* corresponde en realidad a los administradores³².

El *business judgement rule* nace en el año 1926 en el caso *Bodell & Co. v. General Gas & Electric Corporation* (al cual, en adelante, nos referiremos como Bodell I) llevado ante la *Court of Chancery* de Delaware, el cual fue posteriormente revisado por la *Supreme Court* de dicho Estado (en adelante, nos referiremos a esta instancia como Bodell II).

La controversia del caso reside en la decisión tomada por los directores de General Gas & Electric Corporation (a la cual nos referiremos como la Compañía) de emitir un determinado número de acciones comunes sin valor nominal a favor de los titulares de acciones clase A por el precio de US\$ 25 por acción y, al mismo tiempo, a favor de los titulares de acciones de otras clases por el precio de US\$ 40 por acción. Éstos últimos consideraron que el menor precio ofrecido a los accionistas de la clase A lesionaba sus derechos.

En Bodell I, la *Court of Chancery* consideró que se encontraba facultada para revisar la decisión tomada por los directores de la Compañía y luego de dicha revisión concluyó que estos administradores actuaron conforme al Derecho vigente. Al respecto, en la decisión de Bodell I se señala lo siguiente:

Notwithstanding the absolute character of the language in which the power to the directors is expressed, it cannot be that a court of equity is powerless in proper cases to circumscribe it. The section requires the directors to fix the consideration. It certainly would be out of all reason to say that no court could review their action in fixing it. I do not understand the defendants to argue that the action of the directors in this particular

³² Esto es especialmente relevante considerando que generalmente los jueces adquieren conocimiento de las decisiones de los administradores cuando éstas ya han sido tomadas y cuando los hechos ya han ocurrido. En ese escenario, es probable que los jueces, conociendo de antemano el resultado de la decisión cuestionada tiendan a pensar que en dicha situación hubieran actuado de una mejor manera que los administradores. Este fenómeno es denominado en la doctrina como *hindsight bias* (el término podría traducirse como el sesgo de retrospectiva).

El concepto puede rastrearse hasta la decisión del caso *Charitable Corp. v. Sutton* de 1742, mencionada anteriormente. En dicha decisión se señala lo siguiente:

For it is by no means just in a judge, after bad consequences have arisen from such executions of their power [refiriéndose al poder de los directores de gestionar las compañías], to say that they foresaw at the time what must necessarily happen; and therefore, were guilty of a breach of trust. (Sharfman, 2017, p. 33)

En otro escrito, Sharfman (2007) también hace referencia al sesgo de retrospectiva, mencionando lo siguiente: “As a result of hindsight bias, a particular outcome becomes more probable in hindsight as opposed to the same outcome made with foresight.” (p. 299).

is not reviewable. (*Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119, 1926)³³

That is a matter of opinion, and there is no good reason shown why this court should upon that matter of opinion reject the judgment of the directors as unsound. (*Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 15 Del. Ch. 119, 1926)

Por el contrario, cuando la *Supreme Court* revisó el caso, determinó que las cortes no deben emitir juicio alguno sobre las bondades o defectos de los actos y decisiones de los administradores. Es así que en la decisión de *Bodell II* se señala lo siguiente:

It may be impossible to lay down a general rule on this subject, but we think the discretion of a board of directors in the sale of its no par value stock should not be interfered with, except for fraud, actual or constructive, such as improper motive or personal gain or arbitrary action or conscious disregard of the interests of the corporation and the rights of its stockholders. (*Bodell v. General Gas & Electric Corporation*, 140 A. 264, 1927)

Con la decisión tomada por la *Supreme Court* en *Bodell II*, a partir de los años 20 del siglo pasado, las cortes del Estado de Delaware empezaron a considerar que por regla general ellas no debían revisar los actos y decisiones de los administradores, salvo por los casos en los cuales se haya evidenciado fraude, arbitrariedad o una desatención consciente de los intereses de la compañía y de sus accionistas.

Ahora bien, como toda institución jurídica, el *business judgment rule* ha ido cambiando en el tiempo a través de diversas decisiones jurisprudenciales que fueron determinando su contenido y perfilando sus límites. Dicha evolución puede observarse en el caso *Aronson v. Lewis* de 1983 llevado ante la *Court of Chancery* de Delaware (al cual, en adelante, denominaremos *Aronson I*), posteriormente elevado a la *Supreme Court* (en esta instancia nos referiremos al caso como *Aronson II*).

En *Aronson v. Lewis*, uno de los accionistas de *Meyers Parking System, Inc.* consideró que determinados contratos de consultoría y de trabajo celebrados —con la aprobación del

³³ Cabe tener en cuenta que, en el contexto de este caso, la *Court of Chancery* analizó el alcance de sus poderes jurisdiccionales con respecto al Derecho vigente de la época, el cual establecía que la gestión de las compañías correspondía a los directores. En ese sentido, la *Court of Chancery* analizó si correspondía o no que una corte revise las decisiones tomadas por los mencionados administradores, siendo que en el caso *Bodell I* la respuesta fue afirmativa.

Es preciso mencionar que actualmente el artículo 141(a) de la DGCL establece que los directores tienen a su cargo la gestión de las compañías. La fórmula usada por dicho artículo es la siguiente:

(a) The business affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. (Delaware General Corporation Law)

directorio— con el señor Leo Fink constituían un uso inadecuado de recursos y que no tenían ninguna clase de propósito de cara al negocio de la compañía.

La discusión del caso se centra en la obligatoriedad de la presentación por parte del demandante de un *demand for redress* ante el directorio de manera previa a la formulación de la demanda ante la *Court of Chancery*³⁴. En ese contexto, el *Chancellor* señaló en su decisión que dicho *demand for redress* no resultaría obligatorio si el demandante llegase a probar que razonablemente se podía inferir que la conducta de los directores (objeto de controversia) no se encontraba protegida por el *business judgment rule*. En ese sentido, en Aronson I se señala lo siguiente:

³⁴ En el contexto de Aronson I y Aronson II, el *demand for redress* consiste en la solicitud que realizan los accionistas a los administradores para que reviertan una decisión tomada por estos últimos que los accionistas consideran contraria al interés de la compañía. Esta solicitud consiste en un requisito previo a la formulación de una demanda judicial contra los directores por parte los accionistas (en nombre de la compañía), denominada *derivative suit* en el Derecho estadounidense. En ese sentido, si los administradores accedieran a la solicitud formulada, no cabría interponer un *derivate suit*. Por el contrario, si los accionistas realizaran el *demand for redress* y ésta no fuera atendida por los directores, entonces el juez correspondiente declararía la procedencia de la demanda.

Ahora bien, cabe tener en cuenta que existen casos en que los accionistas no llevan a cabo el *demand for redress* de manera previa a la interposición del *derivative suit* por considerar que dicha solicitud será inútil, pues se sabe que los administradores no revertirán la decisión previamente adoptada, la cual es objeto de cuestionamiento. Esto puede verse claramente en los casos de *self-dealing*, en los que el directorio toma un acuerdo para, por ejemplo, celebrar un contrato con uno o más de los directores a título personal. En este supuesto los accionistas no realizarían el *demand for redress*, pues considerarían de antemano que éste sería denegado y, por ende, su realización sería inútil. En Aronson I y Aronson II este último concepto es denominado “*futility of the demand*”.

La naturaleza del *derivative action* y la importancia del concepto del *demand futility* también son puestos en relieve por Kinney:

Laws in all states require a shareholder to demand that management bring suit, and the shareholder can only commence the derivative suit if management refuses the demand. Most jurisdictions allow an exception to the demand rule where the shareholder pleads that demand would have been futile since a majority of the directors are the wrongdoers. Shareholders prefer claiming that demand would have been futile because if demand is refused, most courts apply the business judgment rule. Those courts dismiss the action if the board used good faith and had a reasonable basis for deciding not to bring suit. (Kinney, 1994, p. 173)

Teniendo en cuenta lo anterior, alguien podría preguntarse: ¿por qué los accionistas simplemente no formulan directamente el *derivative suit* en todos los casos? Al fin y al cabo, el peor escenario sencillamente sería que el *demand for redress* no sea aceptado por los administradores. La respuesta a esta cuestión reside en que bajo el Derecho estadounidense los accionistas por sí mismos no tienen legitimidad para interponer (en nombre de la compañía) una demanda judicial contra los administradores, dado que dicho derecho corresponde a la compañía, quien actúa precisamente a través de los administradores. En ese sentido, si se presenta un caso de *self-dealing* como el mencionado anteriormente, los administradores que reciben el *demand for redress* podrían subrogarse en la posición del potencial demandante (es decir, los accionistas) y luego decidir no formular nunca el *derivative suit*, justificando esto último de tal modo que se encuentre protegido por el *business judgment rule*. He ahí la importancia del *demand futility* en el contexto de las *derivative suits*.

En ese sentido, cabe tener en cuenta lo señalado en Aronson II por la Supreme Court: “where officers and directors are under an influence which sterilizes their discretion, they cannot be considered proper persons to conduct litigation on behalf of the corporation. Thus, demand would be futile.”

A plaintiff, therefore, who chooses not to make a demand prior to suit is faced with the responsibility of demonstrating with particularity why his demand on the Board of Directors would have been futile and if he fails in meeting this burden he will find that his suit will be dismissed ... The test for determining whether a demand for redress before suit would have been futile is whether the Board, at the time of the filing of the suit, could have impartially considered and acted upon the demand. Interestedness affects impartiality and may arise in many ways...

The business judgment rule, which is a presumption that a rational business decision of an officer or director is proper unless facts exist which remove the decision from the protection of the rule, is a potential defense to allegations of Board interest-edness [sic] and demand futility... A plaintiff, however, is not required to allege, in order to excuse a demand before suit, that a challenged transaction could not, under any circumstances, be considered the product of business judgment. He must only allege facts which, if true, show that there is a reasonable inference that the business judgment rule is not applicable for purposes of considering a pre-suit demand pursuant to Rule 23.1. (Aronson v. Lewis, 466 A.2d 375, 1983)

Por su parte, Aronson II empieza señalando precisamente lo contrario que la *Court of Chancery*, dado que la *Supreme Court* consideró que el *demand for redress* sólo podría ser opcional en caso exista certeza sobre la no aplicación del *business judgment rule* a la decisión cuestionada (es decir la decisión tomada por los administradores en el caso concreto), para lo cual se requiere que exista una duda razonable sobre dicha no aplicación (en oposición a la mera inferencia requerida por el *Court of Chancery* en Aronson I):

In our view demand can only be excused where facts are alleged with particularity which create a reasonable doubt that the directors' action was entitled to the protections of the business judgment rule. (Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 1984)

Por otra parte, la *Supreme Court* consideró en Aronson II que en el contexto de los *derivate suits* y el *demand futility* era de vital importancia el entendimiento y aplicación del *business judgment rule*. En atención a ello, en Aronson II se establecieron los principios para la aplicación del *business judgment rule* en el ámbito de los *derivative suits* así como en la determinación de la responsabilidad de los administradores (Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 1984). Dichos principios son descritos a continuación:

(i) Su protección solo puede ser invocada por administradores desinteresados cuya conducta, además, se ajusta a los requerimientos del *business judgment rule*. Esto quiere decir que si un administrador se encuentra en ambas partes de una transacción (*self-dealing*), la mayoría de

administradores no interesados deberán aprobar la transacción para que la decisión cuestionada se encuentre protegida por el *business judgment rule*, lo cual redundará en la determinación de la inutilidad del *demand for redress* (*demand futility*). Por el contrario, si la transacción es aprobada por la mayoría de directores interesados, entonces el *business judgment rule* no les brindará protección alguna y el *demand for redress* sería calificado como inútil, pudiendo en ese caso los accionistas interponer directamente un *derivative suit*.

(ii) En segundo lugar, para invocar la protección, los administradores, de manera previa a la toma de una decisión, deben cumplir con el deber de conocer toda la información material que razonablemente se encuentre a su disposición y, habiéndose así informado, deben actuar con el nivel de diligencia requerido para cumplir con sus deberes fiduciarios (el cual en el Derecho de Delaware se identifica con el estándar de negligencia grave que hemos visto anteriormente).

Es importante tener presente que de acuerdo con lo señalado en Aronson II, el *business judgment rule* en principio sólo opera en el contexto de las acciones tomadas por los directores, mas no en el campo de la omisión (sea por haber abdicado sus funciones o por no haber actuado). Sin perjuicio de lo anterior —según lo establecido en la decisión de la *Supreme Court*—, bajo los principios aplicables, una decisión consciente de no actuar puede ser considerada como un ejercicio válido del *business judgment* y, por ende, estaría sujeta a la aplicación del *rule*, siempre que —por supuesto— se cumpla con los requisitos establecidos para su ejercicio.

Continuando con el análisis de la evolución de esta institución jurídica, encontramos la decisión tomada por la *Supreme Court* de Delaware en el caso *Smith v. Van Gorkom* de 1985. Los hechos se resumen en lo siguiente: el directorio de Trans Union Corporation aprobó una fusión con New T Company luego de haber sostenido una sesión de aproximadamente dos horas en la cual un director y otras personas asistentes expusieron ciertos aspectos de la potencial transacción, pero sin que se haya puesto a disposición mayor información de relevancia o el documento que contenía el acuerdo de fusión³⁵.

En *Smith v. Van Gorkom*, la *Supreme Court* de Delaware reafirmó el criterio adoptado en Aronson II con respecto al cumplimiento del deber de información por parte de los directores (que forma parte del deber de cuidado) como uno de los elementos para gozar de la protección del *business judgment rule*. Así, en la decisión de este caso se señala lo siguiente: “The determination of whether a business judgment is an informed one turns on whether the directors

³⁵ Cabe indicar que dicha decisión del directorio determinó que el acuerdo de fusión sea elevado a la junta de accionistas de Trans Union Corporation, a fin de que este órgano se pronuncie sobre su aprobación o desaprobación.

have informed themselves ‘prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them’” (Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 1985).

En dicho sentido, la *Supreme Court* también señala que el deber de información forma parte del deber de cuidado y, por tanto, se encuentra fuera del ámbito del deber de lealtad: “Thus, a director’s duty to exercise an informed business judgment is in the nature of the duty of care, as distinguished from a duty of loyalty” (Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 1985).

Ahora bien, en palabras del Sharfman (2007, p. 290), la importancia de Smith v. Van Gorkom reside en los sucesos ocurridos luego de que la *Supreme Court* emitirá la decisión bajo análisis. Como ya fue visto anteriormente, esta sentencia originó que se realice una modificación a la DGCL para permitir la inclusión de cláusulas de exención de responsabilidad en los estatutos de las *corporations*.

Luego de haber visto la evolución de la figura del *business judgment rule* a través del tiempo, encontramos precisas las palabras de Sharfman para resumir en qué consiste en la actualidad esta institución jurídica (Sharfman, 2017, pp. 50 – 51). De acuerdo con el mencionado autor, los directores gozarán de la protección del *business judgment rule* en la medida que sus decisiones sean desinteresadas, independientes, se encuentre presente el debido cuidado, medie buena fe, que no exista un abuso en la discreción en los poderes de gestión, y que la decisión no constituya fraude, una ilegalidad, un acto *ultra vires* o un desperdicio de recursos. Esto también ha sido puesto el relieve por Holland (2009) al señalar lo siguiente:

The business judgment rule ensures that courts will respect the business decisions of directors unless the directors: (1) were interested in the decision; (2) lacked independence to objectively evaluate the merits of the decision; (3) failed to act in good faith in making the decision; or (4) otherwise acted in a manner not attributable to any rational business purpose or that constituted gross negligence. (p. 699 – 700)

2.1.1.1.2 Derecho del Reino Unido.

De manera similar al Derecho estadounidense, el concepto del deber de cuidado en el Derecho del Reino Unido gira en torno a la figura de la negligencia. No obstante, existen diferencias importantes en el tratamiento que ambos ordenamientos le dan a esta institución. En el presente acápite seguiremos el orden presentado por Kershaw (2012, p. 419) y, en ese sentido, analizaremos el deber de cuidado en el Reino Unido antes y después del año 1990.

– El deber de cuidado antes de 1990

El primer caso relevante sobre la materia es *In Re Brazilian Rubber Plantations and Estates Limited* de 1911, en el cual el directorio de *The Brazilian Rubber Plantations Company* aprobó la compra de una plantación de caucho en Brasil, para lo cual, de manera previa, recaudó

fondos por medio una oferta pública de acciones. La controversia del caso reside en que el directorio aprobó la referida compra y elaboró el prospecto de la oferta pública sobre la base de un reporte inexacto proporcionado por los mismos vendedores del bien inmueble, el cual señalaba que la plantación tenía dimensiones y producción mayores a las reales (Kershaw, 2012, pp. 419 – 420).

En este caso la corte señaló que los directores no habían incurrido en responsabilidad por los hechos ocurridos, dado que habían actuado con la diligencia que razonablemente se espera de ellos o ellas, de acuerdo con su propio conocimiento y experiencia. Dicho ello — continúa lo señalado en la decisión tomada por la corte—, la diligencia razonable debe ser medida por la diligencia que una persona ordinaria tendría en las mismas circunstancias (Kershaw, 2012, p. 420).

Este mismo criterio, que es calificado como el estándar subjetivo para la determinación del deber de cuidado, también es reproducido en el caso *In Re City Equitable Fire* de 1925³⁶.

– El deber de cuidado después de 1990

El desarrollo del deber de cuidado posterior al año 1990, según Kershaw (2012, p. 429), tiene como antecedente la publicación del *Insolvency Act* de 1986, cuya sección 214 introdujo al Derecho del Reino Unido la infracción denominada *wrongful trading* como una medida de protección de los intereses de los acreedores de la compañía cuando ésta se encuentra cercana a la insolvencia. En este contexto, la sección 214 establece que los actos de un director deben ser por lo menos los esperados de un director razonablemente diligente. Este estándar de diligencia razonable es formulado por la sección 214 en términos subjetivos y objetivos: el estándar objetivo consiste en el conocimiento general, habilidad y experiencia que razonablemente pueden ser esperados de una persona que se encuentre desempeñando las mismas funciones que son realizadas por el director; por su parte, el estándar subjetivo se refiere al conocimiento general, habilidad y diligencia que el director en particular tiene.

Siguiendo lo señalado por Kershaw, si bien el *Insolvency Act* de 1986 no fue hecho para abordar el tema del deber de cuidado de los directores en general, lo cierto es que a partir de dicha norma las cortes empezaron a considerar el deber de cuidado bajo dichos parámetros. En

³⁶ Sin perjuicio de ello, Hicks (citado en Kershaw, 2012, p. 425), apunta que el criterio establecido en *In Re City Equitable Fire* no es únicamente subjetivo, sino que es dual. El componente subjetivo sería el ya comentado a propósito del caso *In Re Brazilian Rubber Plantations and Estates Limited*; por su parte, el componente objetivo sería el umbral mínimo de diligencia aplicable a cualquier persona al margen de sus circunstancias particulares, siendo que dicho estándar sería el actuar de una persona ordinaria.

ese sentido, el autor presenta el caso *Re D'Jan of London Limited* de 1993, en el cual un director de *D'Jan of London Limited*, firmó una solicitud de póliza de seguro sin haberla leído previamente, por lo que fue completada en ciertos aspectos de manera incorrecta, ocasionando que la póliza no cubriera un posterior siniestro. La corte estableció lo siguiente en la decisión del caso, observándose que, en efecto, aplicó una interpretación dual del deber de cuidado:

In my view, the duty of care owed by a director at common law is accurately stated in sec. 214(4) of the Insolvency Act of 1986... Both on the objective test [214(4)(a)] and, having seen Mr. D'Jan, on the subjective test [214(4)(b)], I think that he did not show reasonable diligence when he signed the form. He was therefore in breach of his duty to the company. (Kershaw, 2012, p. 429).

Posteriormente, en el Reino Unido se publicó el *Companies Act 2006*, que también abordó el tratamiento jurídico del deber de cuidado, optando por el estándar dual. En ese sentido, la sección 174 de esta norma establece lo siguiente:

- (1) A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence.
- (2) This means the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with —
 - (a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and
 - (b) the general knowledge, skill and experience that the director has. (Kershaw, 2012, p. 430)

2.1.1.2 El deber de lealtad.

El hecho de que los administradores de compañías gestionen recursos ajenos genera la necesidad de que existan ciertas reglas para que dicha gestión se realice en los mejores intereses del titular de los recursos y no en interés de estos gestores, habida cuenta del ya explicado problema de agencia. Al respecto, Holland (2009) señala lo siguiente con relación a las facultades de gestión de la compañía encomendadas a los directores bajo el Derecho del Estado de Delaware: “For more than a century, Delaware courts have tempered law with equity by recognizing that the directors’ exercise of this statutory power to manage ‘carries with it certain fundamental fiduciary obligations to the corporation and its shareholders.’” (p. 678)

En esa misma línea, el mencionado autor también atribuye la existencia de los deberes fiduciarios a la separación entre propiedad y gestión en las compañías (la cual genera una relación de agencia entre los administradores y los accionistas). (Holland, 2009, p. 678)

Asimismo, Holland (2009) trae a colación la ya comentada decisión del Lord Chancellor en el caso *Charitable Corp. v. Sutton* y menciona lo siguiente:

In *Charitable Corp. v. Sutton*, the Lord Chancellor explained that corporate directors were both agents and trustees required to act with “fidelity and reasonable diligence”. Ever since the *Sutton* decision, courts have consistently stated that directors of corporations are fiduciaries who must comply with the duties of care (described as reasonable diligence in the *Sutton* decision) and loyalty (described as fidelity in *Sutton*). (pp. 678 – 679)

Como puede observarse, los deberes fiduciarios se encuentran presentes tanto en el ordenamiento jurídico estadounidense como en el inglés y en ambos casos su justificación descansa en el reconocimiento de la existencia de una relación de agencia entre los administradores y los accionistas de la compañía. Dicho ello, el deber de lealtad cobra especial importancia en el estudio de los deberes fiduciarios de los administradores, ya que garantiza que las decisiones tomadas por estos últimos en todo momento sirvan a los intereses de los accionistas o de la compañía que gestionan.

2.1.1.2.1 Derecho Estadounidense.

Consideramos conveniente recordar, nuevamente, que el sustrato del deber de lealtad se encuentra en la relación de agente – principal que existe entre los administradores de compañías y sus accionistas. Al respecto, Holland (2009) señala lo siguiente: “The duty of loyalty is premised on the idea that directors are fiduciaries who have a “quasi-trustee and agency relationship” to the corporation and its stockholders” (p. 683).

¿En qué consiste exactamente el deber de lealtad en el Derecho del Estado de Delaware? La respuesta es que en virtud del deber de lealtad los administradores deben servir a los intereses de la compañía y de sus accionistas, y no a los intereses de cualquier otro sujeto o grupo de personas, en especial los propios intereses de los directores. Considerando dicha definición, Holland (2009), citando el caso *Guth v. Loft*, apunta lo siguiente:

Corporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests. (p. 683)

A public policy ... has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance of his duty [he or she does this] affirmatively to protect the interests of the corporation committed to his [or her] charge. (p. 683)

Resulta interesante comentar que, bajo el Derecho del estado de Delaware, el deber de lealtad hacia la compañía y sus accionistas es impostergable en todos los casos. Con respecto a

este tema, Holland (2009) presenta el caso *Weinberger v. UOP*, en el cual dos personas desempeñaban, al mismo tiempo, el cargo de directores en dos compañías distintas (una de ellas era la compañía matriz y la otra una de sus subsidiarias³⁷), y señala que incluso en una situación como la planteada se mantiene el deber de lealtad hacia cada compañía y sus respectivos accionistas:

There is no dilution of this obligation where one holds dual or multiple directorships, as in parent-subsiary context. Thus, individuals who act in a dual capacity as directors of two corporations, one of whom is parent and the other subsidiary, owe the same duty of good management to both corporations, and in the absence of an independent negotiating structure or the directors' total abstention from any participation in the matter, this duty is to be exercised in light of what is best for both companies. (p. 685)

En el caso bajo comentario, la *Supreme Court* de Delaware estableció que cuando existan circunstancias que amenacen el debido ejercicio del deber de lealtad de los directores, éstos deben encomendar la toma de decisiones a un comité independiente para poder cumplir adecuadamente con este deber y así evitar incurrir en responsabilidad³⁸.

Ahora bien, teniendo en cuenta lo explicado en las líneas anteriores, cabe referirnos al concepto de interés (en conflicto) como nota característica del deber de lealtad. En ese sentido, Holland (2009) señala que la *Supreme Court* consideró en el caso *Aronson v. Lewis* un concepto de interés atado a consideraciones económicas: “A director is interested in a given transaction if she stands to gain monetarily from it in a way that other shareholders do not” (p. 687).

Sin perjuicio de lo anteriormente mencionado, el concepto de interés aplicado al deber de lealtad ha ido variando en el tiempo en las decisiones tomadas por las cortes del Estado de Delaware, virando hacia aspectos distintos al económico y dando lugar, de ese modo, al concepto de independencia: “Independence ‘examines whether a director, although lacking in financial self-interest, is somehow connected to an individual who is interested, or whose

³⁷ Consideramos que la figura jurídica de los grupos de sociedades cobra especial importancia cuando se analiza con relación al deber de lealtad y el concepto de interés social; sin embargo, dicho estudio excede el objeto del presente trabajo.

³⁸ Sobre el particular, Holland (2009):

The Delaware Supreme Court stated “the result here could have been entirely different if UOP had appointed an independent negotiating committee of its outside directors to deal with Signal at arm’s length”. For the last twenty-five years, the Delaware have emphasized the importance of independent directors in safeguarding the interests of shareholders by preserving the integrity of the corporate governance process. (p. 685)

decisions are not based on the corporate merits but rather are influenced by personal or extraneous considerations” (Holland, 2009, p. 688).

Para ilustrar dicha evolución, Holland cita los casos *Biondi v. Scrusy* e *In Oracle Corp. Derivative Litigation*, en los cuales queda patente que la independencia va más allá de los intereses económicos, tomando también en cuenta las relaciones y lazos de tipo subjetivo que podrían generar cierta sujeción de un director o directora hacia otro administrador con intereses personales en juego³⁹.

En los casos mencionados en el párrafo anterior los directores que conformaban los *Special Litigation Committees* de las compañías correspondientes decidieron —ante el *demand for redress* formulado por ciertos accionistas— no entablar una demanda de daños y perjuicios contra los directores que tomaron determinadas decisiones que presuntamente habían perjudicado los intereses de las compañías y sus accionistas. Posteriormente, las cortes que revisaron los casos determinaron que los miembros de los comités tenían estrechos lazos personales con los directores acusados de haber ocasionado los perjuicios, tales como haber asistido juntos a la universidad, formar parte de las mismas organizaciones caritativas, entre otras circunstancias, lo cual afectaba su independencia y su capacidad para actuar en beneficio del interés de la compañía y sus accionistas en lugar de actuar en favor del interés de los directores acusados, generándose así el incumplimiento de su deber de lealtad.

Por otra parte, cabe recordar que líneas arriba hemos comentado que el Derecho vigente del Estado de Delaware permite —en virtud de la DGCL— que las compañías adopten en sus estatutos cláusulas de exoneración de responsabilidad a favor de los directores, de modo que, ante la presencia de dicho pacto, la comisión (u omisión) de un acto que califique como negligencia (incluso grave) no generaría responsabilidad alguna para los mencionados directores. En línea con lo comentado por Holland⁴⁰, la gran mayoría de compañías constituidas en Delaware han adoptado estas cláusulas estatutarias, haciendo infructuoso, en consecuencia, cualquier reclamo basado en infracciones al deber de cuidado. Si a ellos sumamos la extensa aplicación del *business judgment rule*, nos encontramos ante una total falta de protagonismo

³⁹ En ese sentido, Holland (2009):

In determining independence, the judicial inquiry goes beyond the strict type of financial ties that make a director interested. Instead, in examining challenges to a director’s independence, “Delaware courts broaden the inquiry” into a more subjective type of ties that can generate what has been called a “sense of beholdenness”. (p. 687 – 688)

⁴⁰ Holland (2009): “Since almost all Delaware corporations have adopted 102(b)(7) provisions, monetary damages cannot be recovered even if a violation of the duty of care is established” (pp. 692 – 693).

del deber de cuidado en lo que respecta a reclamos por infracciones a deberes fiduciarios, siendo el deber de lealtad el que ocupa el lugar central en la actualidad.

2.1.1.2.2 *Derecho del Reino Unido.*

En el Derecho inglés el deber de lealtad cuenta con dos fuentes distintas y, en consecuencia, con dos desarrollos ligeramente distintos entre sí. Por un lado, tenemos al *common law*, es decir, las decisiones jurisprudenciales que han determinado el contenido y límites de esta institución jurídica y, por el otro, el Derecho legal, actualmente plasmado en el Companies Act de 2006⁴¹.

– Common Law

De acuerdo con lo señalado por Kershaw (2012), el deber de lealtad en el *common law* consiste fundamentalmente en una prohibición de *self-dealing*, con la posibilidad —no obstante— de que este tipo de transacciones tenga efecto si cuentan con la aprobación previa de los accionistas o con la posterior ratificación por parte de éstos.⁴²

El primer caso sobre la materia se puede rastrear hasta el año 1854 en *Aberdeen Railway v. Blaikie Brothers*, en el cual se discute la validez de un contrato de suministro de asientos de hierro entre celebrado entre la compañía *Aberdeen Railway* y la compañía *Blaikie Brothers* durante la gestión del señor *Blaikie*, quien ejercía el cargo de presidente del Directorio de la primera compañía y el de *managing partner* de la segunda. Considerando los hechos, el *House of Lords* estableció en su decisión que el *self-dealing* implica en todos los casos una infracción al deber de lealtad, dado que —en su interpretación— no resultaba concebible que en dicha situación un administrador se encuentre en la posición de velar por el interés de la compañía y sus accionistas por sobre otros intereses, incluidos, por supuesto, los propios. En esa línea, el *House of Lords* señaló lo siguiente con respecto al señor *Blaikie*:

His duty to the company imposed on him the obligation of obtaining these iron chairs at the lowest possible price. His personal interest would lead him in an entirely opposite direction —would induce him to fix the price as high as possible. (Kershaw, 2012, p. 483)

⁴¹ Más adelante en el presente trabajo también se verá que el *duty to promote the success of the company* también forma parte del deber de lealtad.

⁴² Como hemos visto anteriormente, el *self-dealing* consiste en llevar a cabo transacciones en las cuales se encuentra, de un lado, la compañía, y del otro, uno o más directores o directoras actuando a título personal y, en consecuencia, actuando en su propio interés o, en todo caso, bajo un interés distinto al de la compañía y sus accionistas.

Visto lo decidido por el *House of Lords*, podemos observar que en el caso bajo análisis no se realizó ninguna clase de ponderación sobre el resultado final de la transacción al margen de tratarse de un caso de *self-dealing*. Es decir, la corte no analizó si, por ejemplo, el precio de los asientos de hierro era igual o menor a los que se podían encontrar en el mercado en transacciones con terceras partes independientes, sino que, por el contrario, se limitó a considerar que al tratarse de un caso de *self-dealing*, entonces existía de forma automática una infracción del deber de lealtad. Kershaw (2012), comentando el caso mencionado, señala lo siguiente:

For there in fact in reality to be a conflict of interest between the director and his company then a benefit obtained by the director in a self-dealing transaction such as the one described in *Aberdeen Railway v Blaikie* must be to the detriment of the company. This would clearly be apparent if *Aberdeen Railway* had paid above market price for the railway chairs or if a superior chair had been available from a third party at the same or a lower price; but there is no conflict in fact if *Aberdeen Railway* would have willingly bought the same quality of railway chairs from a third party supplier at the same or a higher price. However, the court in *Aberdeen Railway v Blaikie* is not concerned with the ultimate outcome of the transaction. (p. 483)

Dado el concepto de deber de lealtad sumamente restrictivo provisto por el *House of Lords* en *Aberdeen Railway v. Blaikie*, podría concluirse que las transacciones que involucren el *self-dealing* no podrían en ningún caso ser aprobadas de manera previa o posterior por los accionistas de la compañía. Sin embargo, en palabras de Kershaw (2012), si bien la decisión no lo menciona de manera expresa, implícitamente se entiende que dicha aprobación previa o posterior es, en efecto, una posibilidad:

The trust authorities upon which Lord Cranworth relies clearly contemplate that the beneficiary of the trust (the cestui que trust) may consent to a transaction involving the trustee and trust property. By analogy, therefore, it was clear that the shareholder body could consent to such a self-dealing transaction. Indeed, it is worth noting that without such flexibility even an executive director service contract would be unenforceable. (pp. 484 – 485)

Kershaw (2012, p. 485) comenta que a partir de la decisión tomada por el *House of Lords* en *Aberdeen Railway v. Blaikie* los accionistas de muchas compañías en el Reino Unido empezaron a modificar sus estatutos para incluir pactos por medio de los cuales se autorice de antemano a los administradores a celebrar transacciones con las compañías en las cuales desempeñaban funciones (es decir, *self-dealing*), sujeto a que el administrador interesado revele

que cuenta con un interés personal en una transacción dada y que el directorio de la compañía (autorizado previamente por los accionistas en virtud de lo estipulado en el estatuto) acuerde aprobarla sin el voto del administrador interesado.

Como ejemplo de la incorporación de dicha práctica en el *common law*, Kershaw (2012, pp. 485 – 487) comenta el caso de *Imperial Mercantile Credit Association v. Coleman* de 1871, en el cual se discute la venta ciertos instrumentos de deuda (emitidos por *London Chatham and Dover Railway Company*) por parte de una compañía intermediaria de valores a favor de *Imperial Mercantile Credit Association*, ello en consideración a que una misma persona —el señor Coleman— era accionista de la primera compañía y director de la segunda.

En el caso comentado, la *Court of Appeal* señaló que la regla establecida en el caso *Aberdeen Railway v. Blaikie* (prohibición del *self-dealing*) formaba en efecto parte del *common law*, sin embargo, dicha regla admitía pactos en contrario adoptados por parte de las personas beneficiadas por la misma, es decir, los accionistas de las compañías. En ese sentido, la *Court of Appeal* señaló lo siguiente:

I would not be supposed for one moment to throw out a word that could tend to lead any trustee into the notion that he may deal with the persons for whom he is a trustee, or for whom he is a trustee with others, in any manner which will give him a benefit or put money into his own pocket. But that, like any other rule of the Court, is open to contract between the parties, for it is not a principle the benefit of which parties cannot waive by express and direct contract for the sake of other advantages which they suppose they derive. (p. 487)

– Derecho legal

El deber de lealtad en Inglaterra también cuenta con un desarrollo legislativo. Kershaw (2012, p. 490) apunta que las transacciones de *self-dealing* debían cumplir con dos requisitos establecidos en el Table A del *Companies Act* de 1985, a saber: que el director o directora interesada revele que mantiene un interés propio en la transacción a los demás directores, y que éstos aprueben la transacción sin el voto de aquél o aquella.

Posteriormente, se publicó el *Companies Act* 2006, la cual en esencia recoge lo estipulado en el *Companies Act* de 1985, pero con algunas variaciones, que veremos a continuación. Kershaw (2012, pp. 491 – 494) comenta que la sección 177 del *Companies Act* 2006 impone a los directores interesados —en el contexto de transacciones que involucren *self-dealing*— el deber de revelar *ex ante* a los demás directores que tiene un interés propio en la transacción. Por su parte, la sección 180 de la norma bajo comentario señala que lo establecido en la sección 177 no obsta para que la transacción pierda eficacia en virtud de alguna regla

establecida en por el *common law* o por algún principio de equidad que requiera el consentimiento o aprobación de los accionistas de la compañía de manera previa a la celebración de la transacción. En este sentido, mediante la interpretación conjunta de ambas secciones puede concluirse que las transacciones de *self-dealing* sólo requieren de manera previa a su celebración que el director o directora interesada revele dicho interés a los demás directores, ello sin perjuicio de que el *common law* o el estatuto de la compañía prevean requisitos adicionales, tales como la aprobación por parte del directorio (con o sin el voto del director o directora interesado) o por parte de los accionistas.

2.1.2 Deberes fiduciarios en el Derecho español

Habiendo visto en qué consisten los deberes fiduciarios en los ordenamientos estadounidense e inglés, pasaremos ahora a explicar en qué consisten estos deberes en el Derecho de España, el cual, naturalmente, ha influido en el ordenamiento jurídico peruano y, especialmente, en el Derecho mercantil de nuestro país. Como puede anticiparse, el estudio de dicho ordenamiento nos dará una visión más cercana a nuestra realidad y, en especial, nos otorgará herramientas para interpretar el sentido que se ha otorgado a los deberes fiduciarios de los administradores en nuestra legislación societaria, habida cuenta de que en el medio local la doctrina y la jurisprudencia no han presentado un tratamiento exhaustivo con respecto a los deberes fiduciarios y la maximización de beneficios.

El Derecho societario español, de manera relativamente reciente, ha sufrido una reforma integral, puesto que en el año 2010 se promulgó mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010 el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que derogó una serie de normas que regulaban diversos tipos societarios (tales como las sociedades comanditarias por acciones, las sociedades anónimas, las sociedades de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas cotizadas). Posteriormente se promulgó la Ley 31/2014, la cual representó un cambio —que será explicado más adelante— en la formulación de los deberes fiduciarios, pasando de una fórmula genérica hacia una enumeración taxativa de los mismos, especialmente en lo que respecta al deber de lealtad.

Siguiendo lo señalado por Sánchez-Calero (2015, p. 896), antes de la publicación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital los deberes fiduciarios de los administradores se encontraban enunciados en la legislación de una forma genérica, señalando que el desempeño del cargo debía realizarse con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal. El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital significó un paso adelante hacia una formulación más precisa de dichos deberes; no obstante, no fue sino hasta la publicación de la Ley 31/2014 que la legislación española adoptó la fórmula taxativa.

Considerando lo anteriormente señalado, en la presente sección nos dedicaremos a exponer de manera separada el tratamiento que actualmente otorga el Derecho español al deber de cuidado o de diligencia, por un lado, y al deber de lealtad, por el otro.

2.1.2.1 El deber de diligencia.

Bajo la actual Ley de Sociedades de Capital, el deber de diligencia se encuentra ligado al estándar del “ordenado empresario”, el cual se encontraba presente en la legislación que precedió a esta norma. En concreto, el artículo 225 de la LSC señala que los administradores deben desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado empresario.⁴³

Cabe tener en cuenta que el artículo 236 de la LSC establece que los administradores responderán ante la sociedad, los socios y los acreedores sociales por los daños causados por actos u omisiones contrarios a la ley, al estatuto o por el incumplimiento de sus deberes, siempre que haya intervenido dolo o culpa. En ese sentido, se observa que el estándar de diligencia previsto en la LSC corresponde al estándar de culpa.

Por otra parte, el artículo 225 de la LSC incorpora una nota subjetiva al estándar el ordenado empresario antes comentado, dado que establece que la diligencia con la cual se debe desempeñar el cargo de administrador tiene en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos. Sobre el particular, Sánchez-Calero (2015) apunta lo siguiente:

La terminología empresarial y luego la legal dio paso a la distinción entre consejeros ejecutivos y los que no lo son, que era una manera sintética de expresar que mientras unos administradores se ocupan de manera regular y constante del día a día del negocio, otros participan en la gestión sólo de manera ocasional, en el marco formal de la convocatoria de los órganos colegiados y viéndose cada vez más alejados de la condición de gestores para convertirse en supervisores. (p. 900)

⁴³ A saber, el texto completo del artículo en mención es el siguiente:

Artículo 225. Deber general de diligencia.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos.
2. Los administradores deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad.
3. En el desempeño de sus funciones, el administrador tiene el deber de exigir y el derecho de recabar de la sociedad la información adecuada y necesaria que le sirva para el cumplimiento de sus obligaciones. (Real Decreto Legislativo 1/2010)

Cabe señalar que mediante la Ley 5/2021 del 12 de abril se añadió la siguiente oración al final del primer párrafo del artículo 225 de la LSC: “... y subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa.” (Real Decreto Legislativo 1/2010)

Por otra parte, el artículo 225 de la LSC establece dos sub deberes adicionales como parte del contenido del deber de diligencia, a saber: el establecimiento de un nivel de dedicación a la sociedad, por un lado, y el deber de información, por otro. Con respecto al primero de los sub deberes mencionados, Sánchez Calero (2015) apunta lo siguiente:

La dedicación nos dice el artículo 225.2 LSC que deberá ser la adecuada, lo que nos devuelve a las distintas clases de administradores y a la variedad de cargos que coinciden en un mismo órgano de administrador ...

Por otro lado, la dedicación como presupuesto de un desempeño diligente del cargo también nos devuelve a una condición subjetiva del administrador. Es diligente quien está en condiciones de hacer frente a la gestión de la sociedad en función de la actividad definida en su objeto social. Habrá sociedades cuya administración reclamará una concreta preparación de los administradores a la hora de poder entender y resolver los problemas que plantea su actividad. (p. 901)

Por su parte, el sub deber de información se establece como parte del deber de diligencia con el objeto de que éste último sea ejercido adecuadamente y también como medida frente a alegaciones de ignorancia como causal de exoneración de responsabilidad por parte de los administradores en el contexto de una acción social de responsabilidad. Con respecto a este tema, Sánchez-Calero (2015) comenta que en la LSC también puede advertirse un cariz subjetivo que atenderá a las circunstancias personales de cada administrador en un determinado caso concreto:

El deber de información es objeto también de una enunciación general. Su concreción va a depender de la determinación en cada momento de cuál es la información adecuada y necesaria para el cumplimiento por el administrador de sus funciones en relación con un acuerdo o con cualquier otro acto en el que deba participar. (p. 902)

Por último, cabe referirnos a la figura que en el Derecho español es el símil del *business judgment rule* estadounidense, recogida en el artículo 226 de la LSC bajo el nombre de “protección de la discrecionalidad empresarial”⁴⁴. Bajo el artículo en mención, se entiende cumplido el estándar de diligencia del ordenado empresario —en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a discrecionalidad— cuando el administrador actúa de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

⁴⁴ Cabe tener en cuenta que esta disposición no se encontraba presente en la LSC sino hasta la publicación de la Ley 31/2014.

Teniendo en cuenta lo anteriormente señalado, cabría pensar que el ordenamiento jurídico español cuenta con un *business judgment rule* al más puro estilo estadounidense, es decir, un mecanismo por medio del cual las cortes no revisan el fondo del asunto, sino que sencillamente se abstienen de ello luego de comprobar que se cumplen los requisitos necesarios para la aplicación del *rule*. Si bien existen diversos puntos de contacto entre las figuras presentes en ambos ordenamientos, consideramos que en este aspecto el Derecho español no se identifica totalmente con el ordenamiento americano, puesto que en el primero las cortes sí revisan el fondo del asunto para determinar si resulta o no de aplicación el artículo 226 de la LSC; es decir, realizan un *entire fairness review*. En ese sentido, en el Derecho español estaríamos frente a un mecanismo que funge de eximente de responsabilidad.

Por otra parte, consideramos importante referirnos al deber de diligencia en la doctrina española, al margen de su regulación en el Derecho positivo vigente. Sobre el particular, Ramos (2006, p. 196) señala que el estándar de diligencia en el Derecho mercantil es el de “ordenado empresario”, el cual es distinto al estándar del Derecho común, que consiste en ser un “buen padre de familia”. A mayor abundamiento, la referida autora señala que el adjetivo “ordenado” consiste en que el empresario

Habrá de poner al servicio de la prestación el cuidado, dedicación y atención adecuados para que tenga lugar el orden requerido, el orden propio de un empresario: el empresario realizará sus actividades con mayor previsión y evaluando las incidencias de su actividad, analizando los riesgos y asumiendo sólo aquellos que no pongan en peligro la solvencia de su empresa. (Ramos, 2006, p. 205)⁴⁵

Guerrero (2014, pp. 98 – 104) también refiere que el estándar de diligencia evolucionó desde el “buen padre de familia” hasta el profesionalizado “ordenado comerciante”. En ese sentido ¿cuál es el nivel de profesionalidad exigido a los administradores de las sociedades de

⁴⁵ Con respecto a este punto, Garrigues y Uría (citado en Ramos, 2006) señalando lo siguiente:

Administrar una empresa conlleva la necesidad de tener que resolver en un sentido u otro ante situaciones concretas y, en muchos aspectos, tomar las iniciativas adecuadas; estableciendo, de otro lado, que un ordenado comerciante ha de guiarse como un comerciante prudente que normalmente no arriesga el capital de la empresa en asuntos aventurados; sin embargo, reconocen que la actividad empresarial se caracteriza por ser aleatoria; determinando que ese carácter aleatorio es el que impide elaborar reglas concretas de diligencia. Es más, precisan que, para calificar una actividad como arriesgada o normal, habrá que atender al resultado; no obstante, hemos de precisar que, aunque el éxito del negocio emprendido dependa del alea, existe un nivel mínimo de normal previsión exigible al empresario que debe respetar. (p. 205)

La cita antes reproducida llama particularmente la atención, dado que resulta contraria al entendimiento del estándar de diligencia que existe en el derecho estadounidense y en el derecho el Reino Unido, en los cuales el cumplimiento del deber de diligencia consiste en demostrar que una determinada decisión empresarial, por parte de los administradores, fue tomada (esencialmente) teniendo en cuenta toda la información disponible, al margen de que el resultado sea beneficioso o perjudicial para la sociedad.

capital? ¿Se debe exigir la diligencia de un experto o de un perito en determinadas materias?⁴⁶ Guerrero (2014, p. 119) anota que la exigencia de conocimientos técnicos se encontraría reservada para sectores específicos y regulados (por ejemplo, la actividad bancaria o aseguradora) o en caso ello sea dispuesto por normas particulares de buen gobierno de sociedades. Por el contrario, la diligencia exigida de manera general a los administradores de sociedades de capital se valorará en función a la actividad de administración, sin perjuicio de que los administradores deban valerse de expertos técnicos para actuar en los campos fuera de su dominio (Guerrero, 2014, pp. 120 – 121). En palabras de la autora, “los administradores deben ser profesionales de la gestión societaria”, lo cual implica tener un mínimo de conocimientos que “permitan valorar las informaciones que obtiene de asesores y expertos de los que se valen para la gestión de las cuestiones más técnicas.” (Guerrero, 2014, p. 122)

Ahora bien, la diligencia antes definida requiere de un estándar mínimo exigible que finalmente determinará su concreción. El aspecto objetivo del estándar viene dado por las características de la sociedad (tamaño, sector, estructura societaria) y la posición del administrador dentro de ella (se tiene en cuenta si el administrador es un consejero ejecutivo, miembro de una comisión delegada, presidente del consejo, entre otros) (Guerrero, 2014, pp. 125 – 126). Por su parte, el aspecto subjetivo considera las competencias específicas atribuidas al administrador en el caso concreto (que no deben confundirse con la exigencia de un mínimo de conocimientos técnicos) para configurar un modelo de actuación diligente sobre la base de la experiencia y profesionalidad que razonablemente puede esperarse de un administrador en determinadas circunstancias (Guerrero, 2014, pp. 127 – 128)⁴⁷.

2.1.2.2 El deber de lealtad.

Tal y como fue comentado anteriormente, a partir de la publicación de la Ley 31/2014 el deber de lealtad en el Derecho español establecido en la LSC dejó de lado la fórmula genérica

⁴⁶ Sobre el particular, Guerrero (2014) se cuestiona lo siguiente:

La evolución hacia la profesionalización de la diligencia debida por los administradores llevada a cabo por nuestro legislador en la línea de otros ordenamientos continentales se caracteriza, no obstante, por la falta de concreción del propio concepto. El criterio de profesionalidad no ha sido adecuadamente delimitado de manera que cuestiones como la exigencia o no de especialización, la necesidad de experiencia previa en cargos similares o la específica capacitación técnica no han sido precisadas y plantean problemas a la hora de imponer un régimen de responsabilidad profesional específico a los administradores. (p. 113)

⁴⁷ Asimismo, resulta bastante interesante el punto comentado por Guerrero (2014, p. 127) sobre los cuestionamientos de cierto sector de la doctrina a la aplicabilidad del aspecto subjetivo al estándar de diligencia, habida cuenta de que —en el Derecho español— la responsabilidad de los administradores es solidaria. La Ley General de Sociedades Peruana también establece la responsabilidad solidaria de los administradores sociales en el artículo 177. Sin duda, se trata de una cuestión de capital importancia para el estudio del deber de diligencia.

de “representante leal” y, sin abandonar ésta última totalmente, adoptó una serie de preceptos específicos que forman parte del contenido de este deber y, a la vez, lo delimitan.

Considerando lo anterior, observamos que el artículo 227.1 de la LSC establece que los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. En palabras de Sánchez-Calero (2015, p. 903), este sería el contenido fundamental del deber de lealtad, el cual debe ejercerse en beneficio del interés social a pesar de no haber sido este último definido por la LSC, dejando, por tanto, dicha tarea a la jurisprudencia⁴⁸. Sin embargo, lo que sí queda claro es que el ejercicio este deber no debe atender a otro tipo de intereses, lo cual también hemos visto anteriormente en el caso del Derecho estadounidense y del Derecho del Reino Unido.

Por otro lado, observamos que el artículo 228 de la LSC establece una lista de obligaciones derivadas del deber de lealtad con el fin de brindar mayor precisión a su contenido⁴⁹. Asimismo, la norma prevé un régimen de imperatividad y dispensa en el artículo 230⁵⁰. El artículo bajo comentario tiene dos partes: la primera, referida a la prohibición de establecer en el estatuto de la sociedad una dispensa general del deber de lealtad al cual se encuentran sujetos los administradores; y, la segunda, acerca de la posibilidad de brindar dispensas al cumplimiento de dicho deber en casos particulares. En cuanto a la prohibición de dispensa general, Sánchez-Calero (2015) apunta lo siguiente:

⁴⁸ Górriz (2010, p. 674) va un paso más allá y —sin perjuicio de las concreciones del deber de lealtad, tales como el deber de no competencia o el deber de secreto— señala que debe regirse por dos coordenadas: maximizar el valor de la sociedad y distribuirlo correctamente entre los socios – propietarios.

⁴⁹ El artículo en mención impone a los administradores los siguientes deberes: (a) no ejercer sus facultades con fines distintos a aquellos para los que les han sido concedidas; (b) guardar secreto sobre las informaciones a las que hayan tenido acceso en el ejercicio de su cargo; (c) no participar en la deliberación y votación de acuerdos en las que tengan (o sus vinculados tengan) un conflicto de interés; (d) desempeñar sus funciones con independencia y libertad de juicio respecto de terceros; y, (e) adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés. Para un mayor desarrollo de las concreciones del deber de lealtad, revisar Górriz, 2010, p. 676.

⁵⁰ A continuación, reproducimos la parte pertinente del artículo 230 de la LSC:

Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa.

1. El régimen relativo al deber de lealtad y a la responsabilidad por su infracción es imperativo. No serán válidas las disposiciones estatutarias que lo limiten o sean contrarias al mismo.
2. No obstante lo dispuesto en el apartado precedente, la sociedad podrá dispensar las prohibiciones contenidas en el artículo anterior en casos singulares autorizando la realización por parte de un administrador o una persona vinculada de una determinada transacción con la sociedad, el uso de ciertos activos sociales, el aprovechamiento de una concreta oportunidad de negocio, la obtención de una ventaja o remuneración de un tercero. (Real Decreto Legislativo 1/2010)

El régimen legal del deber de lealtad no es derecho dispositivo y... no puede verse sometido a una configuración estatutaria: el régimen aplicable a ese deber es imperativo... Para que no quede ninguna duda de lo que significa ese carácter imperativo, el artículo 230.1 LSC concluye que las disposiciones estatutarias que limiten o sean contrarias al deber de lealtad no serán válidas. (p. 911)

Al respecto, conviene recordar la regulación del Derecho del Estado de Delaware con respecto a la dispensa de los deberes fiduciarios. Como fue comentado anteriormente, tras la decisión de la *Supreme Court* en el caso *Smith v. Van Gorkom* se realizó una modificación a la DGCL para permitir de manera expresa que los estatutos de las compañías podían contener dispensas generales a favor de los administradores por infracciones relacionadas al deber de cuidado o diligencia. Dicho ello, observamos que en el caso del Derecho Español sólo existe una prohibición de dispensa para el caso del deber de lealtad, mas no para el deber de diligencia, lo cual puede dar pie, bajo una interpretación a *contrario sensu*, a entender que las dispensas generales a este último deber sí estarían permitidas. Sánchez-Calero (2015) se pronuncia en el mismo sentido:

Esa proclamación del carácter imperativo del deber de lealtad permite entender, en sentido opuesto, que no es imperativo el régimen legal aplicable a los otros deberes exigibles a los administradores y, en particular, al deber de diligencia. ... En todo caso, parece que lo que se está reconociendo por el artículo 230.1 LSC es que existen posibilidades para una delimitación estatutaria del deber de diligencia. (p. 911)

Visto el tratamiento del deber de lealtad en el Derecho positivo español, corresponde analizar los planteamientos que la doctrina ha desarrollado. Ribas (2004) señala que

El deber de lealtad consiste en una manifestación del deber de buena fe dirigida a proteger al principal de las actuaciones interesadas del gestor de intereses ajenos. La función protectora del interés ajeno se convierte en la directiva a la que se hace necesario dirigirse para la concreción del principio en reglas singulares. (p. 300)

Resulta particularmente importante referirnos al sustrato del deber de lealtad en el deber general de buena fe. Así, nuevamente Ribas (2004) apunta que:

El deber de lealtad constituye un principio o subprincipio derivado del deber general de lealtad aplicable a las relaciones gestoras. Por ello, el deber de lealtad se configura como un principio del Derecho privado, que no es sino una particularización de la buena fe aplicada a un supuesto concreto: el eventual conflicto entre los intereses del gestor y del principal. (p. 87)

Cabe destacar que Ribas (2004) considera que el deber de lealtad, como sub principio de la buena fe, consiste en una herramienta de integración de las lagunas jurídicas, señalando que se trata de una integración principal (es decir, basada en los principios generales del Derecho) y no de una integración analógica⁵¹. Asimismo, el mencionado autor apunta también que en el marco de la integración principal

Pueden encontrarse las relaciones de sentido entre lo general, el deber de buena fe, y lo particular, el deber de lealtad, como punto de conexión entre las distintas relaciones gestoras que requieren del principio para llenar de contenido las necesidades normativas relativas al conflicto de intereses en la obligación gestora. (p. 88)

2.1.3 *Deberes fiduciarios en el Derecho peruano*

En la presente sección describiremos el tratamiento que la legislación peruana vigente otorga a los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades anónimas, así como la regulación del interés social. Para ello, nuestro análisis estará basado en la Ley General de Sociedades y la Ley del Mercado de Valores, sin perjuicio de también considerar otras normas relevantes de rango legal y normas sectoriales del mercado de valores y del sistema financiero.

Tal y como sucede en el Derecho comparado, el Derecho peruano, a través de la Ley General de Sociedades contempla el deber de lealtad y el deber de cuidado como los pilares del tratamiento de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades anónimas⁵².

⁵¹ A mayor abundamiento, el autor apunta lo siguiente:

En este sentido, la ausencia de regulación legal del deber de lealtad puede integrarse a través del principio general de la buena fe en la medida que el principio es de aplicación a todo el ámbito obligatorio y su contenido puede obtenerse a través del recurso a la naturaleza de la obligación gestora. Es decir, si el deber de lealtad es un elemento esencial de la relación de gestión que, sin embargo, no ha sido objeto de regulación, el contenido obligatorio del mismo viene fundamentado por las exigencias de la buena fe sobre la base de que el contenido de justicia material del principio, la tutela del principal, cuya determinación deriva de la propia naturaleza del negocio gestor. La relación entre buena fe y lealtad resulta así de la especialidad o concreción de la segunda para un determinado supuesto, el conflicto de intereses en la gestión. (Ribas, 2004, p. 91)

⁵² El término “deberes fiduciarios” —con respecto al Derecho peruano y a los ordenamientos deudores de la tradición continental— es utilizando en el presente trabajo bajo una concepción amplia para referirnos a los deberes de los administradores para con la sociedad (deber de diligencia y deber de lealtad), toda vez que, técnicamente, dichos deberes hacen alusión a los deberes del *trustee* en la fiducia o *trust* del *Common Law*, los cuales, a su vez, han sido trasladados al ámbito de las *corporations* y *companies* estadounidenses y británicas, respectivamente.

Alemán (2003) explica la situación con bastante claridad:

En el trust un propietario (*settlor*) dispone que una persona (*trustee*) administre una propiedad (el objeto del trust, o *corpus*) en beneficio de un tercero (*beneficiary*). El *trustee* queda investido con el título legal o formal sobre la propiedad, quien debe administrar en beneficio de quien el propietario dispuso; tal es su deber fiduciario. El *beneficiary* tiene un derecho a que el trust se gestione en su beneficio pero carece de una titularidad formal, de un poder, sobre los bienes objeto del trust... La traslación analógica de ese esquema normativo a la relación entre gestores

2.1.3.1 Deber de cuidado.

El artículo 171 LGS establece lo siguiente:

Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal. Están obligados a guardar reserva de respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aún después de cesar en sus funciones. (Ley 26887, 1997)

Cabe apuntar que la Ley General de Sociedades no contempla una disposición de igual o similar naturaleza para los gerentes de sociedades anónimas, al menos en lo que respecta al deber de lealtad.

El deber de los directores de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante se identifica con el deber de cuidado o de diligencia desarrollado en el Derecho comparado⁵³. En ese sentido, la cuestión relevante pasa por identificar cuál es el nivel de diligencia requerido a los directores bajo la Ley General de Sociedades⁵⁴. Desde nuestro punto de vista, la respuesta se encuentra en el artículo 177, que establece lo siguiente:

Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o lo realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. (Ley 26887, 1997)

Teniendo en cuenta lo señalado anteriormente, el estándar de diligencia de los directores en la Ley General de Sociedades es el de negligencia grave. Es decir, los directores deben resarcir los daños derivados de los actos o acuerdos que hayan causado algún daño a la sociedad y que les sean imputables por haber sido realizados o tomados con dolo, abuso de facultades o

y accionistas presupone, en primer término, que dentro de los derechos derivados de la tenencia de una acción se entienden separados, por una parte, una titularidad puramente económica, es decir, una propiedad sin poder, semejante a la beneficiary ownership del beneficiario del trust (que en la analogía corresponde a los derechos económicos que mantiene el accionista) y, por otra parte, un poder sin propiedad semejante —si no en su aspecto de titularidad legal, sí en su contenido material— a la legal ownership del trustee (y que en la analogía con las relaciones de la corporación se corresponde con el control desplazado al gestor). Ambos aspectos del contenido del derecho de propiedad, propiedad-beneficiaria y propiedad-control, son los que se disocian en la creación del trust por el propietario originario de los bienes que lo forman, del mismo modo que son los dos aspectos que se conciben “divorciados” en el contenido jurídico de “propiedad” del accionista. (pp. 117 – 118)

⁵³ Ver, en especial, la sección 2.1.2, en la cual se desarrolla el deber de diligencia en el Derecho español.

⁵⁴ Con ello no queremos restar importancia al deber de cuidado, como parece hacerlo cierto sector de la doctrina (por ejemplo, Hundskopf [2012, p. 498]), sino todo lo contrario. Al no existir un desarrollo doctrinario y jurisprudencial en el Perú sobre el particular, consideramos apropiado importar las conclusiones del Derecho comparado para dotar de contenido al deber, siendo relevante determinar el estándar de diligencia a efectos de poder aplicar dichas conclusiones al ámbito local.

negligencia grave. Los daños causados por culpa leve, en ese sentido, no son objeto de resarcimiento.

Por otra parte, cabe apuntar que, en el caso de los gerentes, la Ley General de Sociedades contempla un tratamiento similar al deber de cuidado, a pesar de que expresamente no imponga el deber de actuar con la diligencia de un ordenado comerciante. Así, tenemos que el artículo 190 de la Ley General de Sociedades establece lo siguiente: “El gerente responde ante la sociedad, los accionistas y terceros, por los daños y perjuicios que ocasione por el incumplimiento de sus obligaciones, dolo, abuso de facultades y negligencia grave” (Ley 26887, 1997).

En la normativa sectorial, la Ley del Mercado de Valores no impone el deber de cuidado directamente sobre los directores y gerentes de las sociedades bajo su ámbito de aplicación, sino que, por el contrario, lo hace sobre las propias sociedades. Al margen de que —desde nuestro punto de vista— con ello se evidencia una técnica legislativa deficiente⁵⁵, cabe apuntar que la Ley del Mercado de Valores impone los deberes fiduciarios de cuidado y de lealtad a los representantes de obligacionistas, a los agentes de intermediación y a las sociedades administradoras de fondos mutuos⁵⁶, mas no en favor del interés social, sino de los intereses de sus clientes.

Por su parte, el Principio 17 del Código de Buen Gobierno Corporativo establece que los directores de las sociedades anónimas que se acojan a sus preceptos deberán llevar a cabo sus labores con diligencia, elevados estándares de cuidado y actuando siempre con lealtad y en interés de la sociedad (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013). Del mismo modo, el Principio 24 señala que la alta gerencia actúa bajo los mismos principios de diligencia, lealtad y reserva del Directorio (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013). No obstante, tal y como sucede con los otros dispositivos legales que han sido comentados, el Código de Buen Gobierno Corporativo no establece de manera expresa el contenido de los conceptos de los deberes de cuidado y de lealtad, ni tampoco del interés de la sociedad.

⁵⁵ Consideramos que la imposición de deberes fiduciarios a la sociedad, sin especificar qué órganos sociales deben llevarlos a cabo, impide determinar con claridad el grado de cumplimiento de dichos deberes, puesto que cada uno de dichos órganos sociales tienen características y funciones distintas. Por ejemplo, en nuestra consideración, imponer deberes fiduciarios a los accionistas podría llevar a concluir que existe un deber de asistir y votar en las juntas generales o especiales de accionistas, lo cual resulta contrario al ejercicio del derecho de propiedad que existe sobre las acciones.

⁵⁶ Sobre el particular, revisar los artículos 16A, 92, 171 y 261 de la Ley del Mercado de Valores.

Por último, cabe apuntar que el artículo 151 del Anteproyecto de la NGLS, bajo la denominación de “protección de la discrecionalidad empresarial”, ha recogido la figura del homónima del Derecho español y, de cierto modo, el *business judgment rule* estadounidense.

2.1.3.2 Deber de lealtad

En secciones anteriores del presente trabajo hemos visto que, en ordenamientos extranjeros, en virtud del deber de lealtad, se espera que los administradores de compañías y sociedades actúen en todo momento en el mejor interés de la compañía o sociedad, al margen del contenido o significado que se le otorgue este último concepto y de la teoría adoptada para delimitarlo.

El Derecho peruano no es ajeno a dicho tratamiento y también regula el deber de lealtad en el artículo 171 de la Ley General de Sociedades, señalando que los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un representante leal. Ciertamente, tal y como también ocurre con el deber de diligencia, la ley no otorga (al menos no de manera expresa) un contenido al deber de lealtad; sin embargo, existen algunos artículos de la Ley General de Sociedades que tangencialmente se refieren al deber de lealtad.

Sobre el particular, los artículos a tener en cuenta son el artículo 38 y el artículo 180 de la Ley General de Sociedades, cuyo texto reproducimos a continuación en lo pertinente:

Artículo 38: Son nulos los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o más socios. (Ley 26887, 1997)

Artículo 180: Los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados... El director que contravenga las disposiciones de este artículo es responsable por los daños y perjuicios que cause a la sociedad (Ley 26887, 1997)

Tal y como puede observarse, ambos artículos sancionan los acuerdos que los directores tomen en beneficio propio, de terceras partes vinculadas o de los socios, considerados de manera individual o dentro de un determinado grupo, pero no de manera universal. Los mandatos de dichas normas aparentan ser bastante claros, puesto que formulan en negativo el deber a cargo de los directores de tomar acuerdos que beneficien o cautelen el interés social. No obstante, debe tenerse presente que dicha obligación de cautela está formulada en oposición a la toma de acuerdos que beneficien los propios intereses de los directores, de terceros relacionados o de determinados socios. En este sentido, somos de la opinión que dichos

artículos no establecen el contenido del deber de lealtad, puesto que, bajo los mismos, podría admitirse la validez e inocuidad un acuerdo de directorio que sea tomado en beneficio de otros intereses que sean distintos al de la sociedad, por ejemplo, en beneficio de otra compañía del grupo de sociedades, del medio ambiente, de una entidad sin fines de lucro, entre otros. En otras palabras, nos encontramos ante artículos que no establecen de manera general el contenido del deber de lealtad, sino que únicamente lo hacen en función al caso específico de toma de acuerdos en beneficio del propio interés de los directores, terceros relacionados a éstos y socios considerados de manera particular⁵⁷.

Por otra parte, como ya fue mencionado anteriormente, la Ley General de Sociedades no contempla un deber de igual o similar naturaleza para los gerentes de sociedades anónimas.

En lo que concierne a la normativa del mercado de valores, anteriormente hemos visto que los artículos 16A, 92 y 171 de la Ley del Mercado de Valores establecen deberes de diligencia y lealtad en beneficio de los clientes, obligacionistas y comitentes. Asimismo, el artículo 51.b) de dicho cuerpo normativo establece la obligación de los directores y gerentes de emisores con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de actuar conforme al deber de lealtad:

Artículo 51.- Obligación del Emisor ...

b) Los directores y gerentes están prohibidos de valerse del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tenga vinculación. (Decreto Supremo 093-2002-EF, 2002)

En nuestra opinión, el inciso b) del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores constituye una duplicación del artículo 180 de la Ley General de Sociedades, puesto que aparenta establecer de manera general el contenido del deber de lealtad, pero, en realidad, únicamente lo hace en función al caso específico de toma de acuerdos en beneficio del propio interés de los directores y gerentes del emisor. La única diferencia consiste en que la Ley del Mercado de Valores contempla también a los gerentes como sujetos obligados al cumplimiento de dicho deber, a diferencia de la Ley General de Sociedades, que únicamente hace mención expresa a los directores.

⁵⁷ Sin perjuicio de lo anterior, la Ley General de Sociedades contempla un catálogo disperso de concreciones del deber de lealtad: deber de independencia, artículo 173; deber de reserva, artículo 171; prohibición de *self-dealing*, artículo 180; prohibición de celebrar contratos con la sociedad, artículo 179; e impedimentos para ser director, artículos 161 y 180 (Payet, 2003, pp. 88 – 89). No obstante, no se ha establecido un tratamiento unitario del deber de lealtad, como sí sucede en el caso español o en el Anteproyecto de la NGLS (artículo 149), por ejemplo.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la Ley 29720 establece el tratamiento del deber de lealtad para los directores de sociedades con acciones listadas en bolsa. No obstante, también se trata de un precepto que regula la concreción del deber de lealtad mediante la prohibición del *self-dealing*⁵⁸.

2.2 El interés social

En los apartados precedentes hemos visto que los deberes fiduciarios de los administradores sociales existen para preservar y beneficiar los intereses de la sociedad (o de las *companies* o *corporations* en el caso de los sistemas del *common law*) y/o de sus accionistas. Pero ¿cuáles son esos intereses? ¿Los intereses de la sociedad (o compañía, de ser el caso) son los mismos que los intereses de sus accionistas? ¿O acaso son distintos? En este capítulo nos dedicaremos a dar respuesta a dichas preguntas con el objetivo de cerrar el círculo en lo que respecta a los deberes fiduciarios de los administradores sociales, para lo cual apelaremos al desarrollo del concepto de interés social en la doctrina comparada, prestando atención —como ya se hizo anteriormente— al Derecho estadounidense, el Derecho del Reino Unido y el Derecho español.

Tal y como se indicó al inicio de este trabajo y como será explicado más adelante, actualmente existe en la doctrina una discusión en torno a qué debe considerarse como el interés de la sociedad o de la compañía. Por un lado, un sector opina que dicho interés se identifica con el interés de los accionistas, entendidos éstos como un grupo cuyo interés consiste en que la sociedad o compañía maximice los beneficios en su favor. Cabe apuntar que este último enfoque —con algunas variaciones— es el que actualmente se encuentra vigente en el Derecho estadounidense, del Reino Unido y el Derecho español. Por otra parte, existe un sector de la

⁵⁸ A saber, la norma comentada establece lo siguiente:

Los directores de los emisores con acciones representativas del capital social inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente ante la sociedad y los accionistas por los daños y perjuicios que causen por adoptar acuerdos que no privilegien el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, respecto de transacciones en las que se presenten las siguientes características:

1. Una de las partes intervinientes es la sociedad con acciones representativas del capital social inscritas en las bolsas de valores;
2. El accionista de control de la sociedad señalada en el inciso precedente ejerce además el control de la persona jurídica que participa como contraparte en una determinada transacción; y
3. La transacción no se ajusta a precios, condiciones o términos que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación e involucra al menos el diez por ciento (10%) de los activos de la sociedad emisora. (Ley 29720, 2011)

A diferencia de lo establecido en el artículo 179 de la Ley General de Sociedades, la Ley 29720 no permite de manera expresa que los directores aprueben por mayoría la celebración de transacciones con la sociedad.

doctrina que adopta un enfoque de intereses plurales que identifica el interés de la sociedad o de la compañía con los diversos intereses de los actores que interactúan con esta última, tales como sus trabajadores, acreedores, clientes, proveedores, entre otros (todos ellos, denominados *stakeholders*). Finalmente, también existen planteamientos intermedios que toman aspectos de los enfoques antes señalados, sin embargo, se trata de posiciones minoritarias.

2.2.1 Derecho estadounidense

Anteriormente hemos señalado que en el caso estadounidense nuestro estudio se centraría en el Derecho del Estado de Delaware; sin embargo, en lo que respecta al tema del interés social, tomaremos como referencia al caso *Dodge v. Ford Motor Co.* decidido por la *Supreme Court* de Michigan. Ello se debe a que, generalmente, las cortes estadounidenses tratan el tema del interés social de manera indirecta a través del análisis de los deberes fiduciarios de los administradores de compañías, por lo que este tipo de casos —es decir, los referidos específicamente al interés de la compañía y sus accionistas— resultan poco frecuentes⁵⁹.

En *Dodge v. Ford Motor Co.*, la *Supreme Court* de Michigan decidió que el interés de la compañía consiste en la maximización de los beneficios en favor de sus accionistas: “A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed to that end.” (*Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 1919). En el mismo sentido, se pronuncia Sharfman (2014) cuando señala lo siguiente:

There is widespread support for the idea that shareholder wealth maximization should be the primary norm underlying corporate governance. It is widely accepted that shareholder wealth maximization enhances corporate decision-making and can be understood as a proxy for social welfare maximization. (p. 393)

Este enfoque —respaldado por la jurisprudencia estadounidense— ciertamente es distinto al presentado por otros autores a nivel doctrinario, los cuales desplazan el interés de la compañía desde el interés de sus accionistas hacia el de otros actores, denominados como *stakeholders*. Sharfman comenta que las principales exponentes de esta corriente son Margaret Blair y Lynn Stout y, asimismo, explica las ideas centrales de su posición, las cuales desarrollaremos a continuación (Sharfman, 2014, pp. 395 – 396).

⁵⁹ En ese sentido, se pronuncia Macey (2008): “There are no cases other than *Dodge v. Ford* that actually operationalize the rule that corporations must maximize profits.” (p. 180)

De acuerdo con la postura de Blair y Stout, las compañías públicas⁶⁰ se encuentran compuestas por un conjunto de miembros que realizan inversiones específicas⁶¹ con el objetivo de producir bienes y servicios como un equipo (enfoque de *team production*) y, asimismo, por el directorio, que cumpliría el rol de mediador entre los diferentes miembros a través del balance de los diferentes intereses, de modo tal que la compañía se pueda mantener como una entidad productiva que satisfaga a todos los miembros. En esta visión, el directorio actuaría de modo más independiente en la medida que no serviría a los intereses de un grupo por sobre el de los demás, por lo que, en ese sentido, actuaría como un fiduciario (*trustee*) y no como un agente.

Por otra parte, la razón de ser de esta postura radica en el hecho de que los diferentes miembros estarían realizando inversiones específicas en la compañía sin mayor valor fuera de ésta, lo cual los haría, en consecuencia, beneficiarios residuales tal y como lo son —bajo la teoría del *shareholder wealth maximization*— los accionistas de la compañía, los cuales, como es sabido, reciben dividendos (beneficio de cuantía variable), sujeto a que la compañía cumpla con sus obligaciones frente a todos los otros acreedores.

El enfoque del *team production* es criticado por los defensores del *shareholder wealth maximization*. Macey (2008, pp. 186 – 186) señala que si bien los accionistas no son los únicos beneficiarios residuales de la compañía (dado que también lo serían de alguna manera los trabajadores, clientes, proveedores, entre otros *stakeholders*), lo cierto es que los accionistas son los únicos actores que solamente cuentan con beneficios residuales, a diferencia de los demás *stakeholders*, quienes también pueden reclamar beneficios de cuantía fija a la compañía. Asimismo, según Macey (2008, pp. 186 – 186), los accionistas siempre tienen incentivos para maximizar el valor de la compañía, a diferencia de los otros actores, quienes podrían tenerlos ocasionalmente, pero no en la misma medida que los accionistas, pues tiene derecho a reclamar beneficios de cuantía pre fijada.

En adición a lo anterior, consideramos pertinente traer a colación lo señalado Easterbrook y Fischel (1991, citado en Sharfman, 2017): “A manager told to serve two masters ... has been freed of both and is answerable to neither. Faced with a demand from either group, the manager can appeal to the interests of the other” (p. 57)

⁶⁰ Las compañías públicas son aquellas que listan sus acciones en una bolsa de valores.

⁶¹ Este término no se refiere a inversiones de carácter financiero, por el contrario, se refiere a las diferentes adaptaciones que realizan los actores y que tienen poco o nulo valor fuera de la compañía. Una inversión en el sentido señalado es, por ejemplo, el desarrollo de un software altamente personalizado para los procesos de la compañía.

2.2.2 *Derecho del Reino Unido*

Kershaw (2012, p. 334) apunta acertadamente que existe una diferencia entre la expectativa que se tiene con respecto al cuidado que observa un director o directora a la hora de tomar decisiones y la expectativa con respecto a la calidad de la decisión en sí misma. En el Derecho del Reino Unido, dichas expectativas se encuadran en dos deberes distintos: el deber de cuidado y el deber de promover de buena fe los intereses de la compañía, respectivamente. Sobre el deber de cuidado ya hemos realizado una exposición en la sección 2.1.1. Cabe indicar que, de acuerdo con lo comentado por Kershaw (2012, p. 334), el deber de promover los intereses de la compañía forma parte del deber de lealtad, dado que las facultades de los administradores deben ser ejercidas para beneficiar precisamente dichos intereses y no para promover los de terceras partes o, menos aún, los de los propios directores.

Dicho ello, primero revisaremos el deber de promover de buena fe los intereses de la compañía en el *common law* antes de la publicación del Companies Act 2006 y posteriormente revisaremos su tratamiento tras la publicación de dicha norma.

2.2.2.1 **Common Law.**

Siguiendo lo señalado por Kershaw (2012), podemos observar que en el Derecho inglés no existe una distinción entre los intereses de la compañía y los intereses de sus accionistas. En ese sentido, el referido autor señala lo siguiente: “English company law does not, however, attempt to identify corporate interests that are distinguishable from the interests of its constituencies” (p. 336). Y, más adelante: “At common law the interests of a company have long been understood to mean the interests of its members.” (p. 336)

Por otra parte, Kershaw, comentando el caso *Greenhalgh v. Arden Cinema Ltd* señala que el interés de la compañía debe comprender tanto el interés de los accionistas actuales como el de los futuros, lo cual quiere decir que los administradores, a la hora de tomar decisiones, deben tener en mente el valor a largo plazo de la compañía. En ese sentido, Kershaw (2012) apunta: “Directors comply with the duty if they make decisions that do not maximize decisions the value of the shares today but will maximize that value over a longer time frame.” (p. 337)

La cuestión que surge a continuación es la determinación de los intereses de los accionistas como un grupo, en el entendido que sus intereses individuales podrían divergir en múltiples oportunidades. Sobre el particular, Kershaw (2012) pone como ejemplo el caso *Mutual Life Insurance Co of New York v. Rank Organization Ltd.*, en el cual el directorio de Rank Organization Ltd. ofreció a los accionistas suscribir nuevas acciones, a excepción de los accionistas norteamericanos, debido a que —a criterio del directorio— realizar dicha oferta a estos accionistas hubiera implicado seguir ciertos procedimientos de registro ante las

autoridades supervisoras del mercado de valores estadounidense y canadiense. En ese contexto, la corte determinó que para lograr un tratamiento equitativo de los accionistas no siempre se requiere un trato idéntico para todos y cada uno de ellos o ellas:

I remain of opinion that the North American shareholders were fairly treated on the occasion of the offer for the sale ... Moreover, the reason why North American shareholders were excluded was because of a difficulty resulting only from their own personal situation. It was not the fault of Rank that they were nationals or residents of countries whose law impose onerous obligations. (p. 338)

Visto lo anterior, se desprende que bajo el *common law* los directores, para poder cumplir con el deber de actuar en beneficio de los intereses de la compañía, deben tratar a los accionistas de manera justa (*fair treatment*), sin perjuicio de que las consecuencias de las decisiones puedan variar en función a cada accionista individual.

Ahora bien, un punto muy importante a tener en consideración consiste en el estándar con el cual se evalúa el cumplimiento del deber de promover de buena fe los intereses de la compañía con respecto a decisiones adoptadas por el o la directora. Bajo el *common law* inglés, este deber tiene un carácter eminentemente subjetivo. Es así que Kershaw (2012) apunta lo siguiente:

Lord Greene's statement of the common law in *Smith & Fawcett* makes it clear that the arbiter of whether a director's exercise of corporate power is taken in the best interests of the company is the director herself. It is what she in fact considered to be in the company's interests when she took the decision. (p. 338)

La evaluación del cumplimiento del deber antes mencionado no pasa meramente por una declaración del director o directora señalado que en efecto actuó teniendo presentes los intereses de la compañía. Por el contrario, la evaluación se realiza tomando en cuenta la evidencia derivada de las circunstancias en las que se tomó una decisión para que así las cortes puedan determinar si en base a dicha evidencia se puede concluir que efectivamente los o las directoras actuaron en línea con los intereses de la compañía. A falta de dicha evidencia, las cortes deberán evaluar la razonabilidad de los argumentos presentados por los o las directoras para sustentar que efectivamente actuaron en cumplimiento del deber que venimos analizando⁶².

⁶² Kershaw (2012, p. 338) señala que la evaluación de la razonabilidad no debe llevar a concluir que en el *common law* inglés existe un estándar de “director razonable” para juzgar si una decisión fue tomada en beneficio de los intereses de la compañía, sino que las cortes únicamente evalúan si la decisión tomada es plausible o racional.

2.2.2.2 Companies Act 2006.

Con anterioridad a la publicación del Companies Act 2006 se instaló el Company Law Steering Committee para la reforma de la legislación de compañías en Inglaterra. El comité ponderó una serie de enfoques con respecto a lo que debe entenderse por el interés de la compañía (Kershaw, 2012, pp. 378 – 380). Especialmente, el comité tomó en consideración el enfoque del *multiple interest trusteeship* propuesto por Blair y Stout (el cual ha sido previamente explicado) y el llamado *enlightened shareholder value*. Con relación a este último, Kershaw (2012, p. 378) apunta que este enfoque no altera la prioridad otorgada por el *shareholder value maximization*, sin embargo, requiere que en la toma de decisiones por parte de los administradores se consideren los intereses de otros actores que interactúan con la compañía, tales como los trabajadores, proveedores, clientes, acreedores, entre otros, siempre que en dicha consideración los intereses de los accionistas también se vean beneficiados. Para ilustrar mejor el enfoque de *enlightened shareholder value*, Kershaw (2012) presenta el siguiente ejemplo:

Where consideration of non-shareholder interests conflicts with shareholder interests then an enlightened shareholder value approach requires that the decision be taken in the shareholders' interests. If the choice is between keeping a loss-making plant open to save jobs or shifting production to a developing country where it will not be loss-making, the decision is clear: the plant must be closed down. (p. 379)

Finalmente, Kershaw (2012, p. 379) comenta que el enfoque de intereses plurales fue rechazado por el Company Law Steering Committee, recomendando adoptar en su lugar el *enlightened shareholder value*.

¿Cuál fue la posición finalmente adoptada por el Companies Act 2006? En primer lugar, cabe señalar que esta norma dejó de lado —en lo que respecta a terminología, al menos— el deber de promover de buena fe los intereses de la compañía (*duty to act in good faith in the best interest of the company*) y lo sustituyó por el deber de promover el éxito de la compañía (*duty to promote the success of the company*). En ese sentido, a continuación reproducimos la sección 172 del Companies Act 2006, que contiene los alcances de este último deber:

- (1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—
- (a) the likely consequences of any decision in the long term,
 - (b) the interests of the company's employees,

- (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
- (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,
- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
- (f) the need to act fairly as between members of the company.

(2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes.

(3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company. (Kershaw, 2012, p. 380)

A decir de Kershaw (2012, pp. 382 – 383), los puntos más importantes de la sección 172 del Companies Act 2006 son los siguientes: en primer lugar, el término “*success of the company*” debe entenderse como valor a largo plazo de la compañía en favor de los accionistas (*long-term shareholder value*), al ser esto lo que sugiere lo establecido en los *ministerial statements* del proceso legislativo del Companies Act 2006. Asimismo, la mencionada sección 172 habría adoptado el *enlightened shareholder approach* en la medida que establece como prioridad el beneficio de los intereses de los accionistas.

La norma también requiere que se tomen en cuenta los intereses de los otros actores que interactúan con la compañía; sin embargo, ello incide en el proceso de toma de decisiones por parte de los administradores, por lo que dicho requisito en realidad formaría parte del deber de cuidado y no del deber de lealtad (que, como hemos visto anteriormente, deriva en el deber de promover los intereses o el éxito de la compañía).

Por lo demás, en opinión de Kershaw, el deber promover el éxito de la compañía resulta idéntico al deber de promover de buena fe el interés de la compañía bajo los parámetros del *common law* (especialmente en lo referido a la consideración de los accionistas como un grupo y el carácter subjetivo del deber).

Finalmente, conviene anotar que el deber establecido en la sección 172 del Companies Act 2006 es una regla predeterminada (*default*) establecida por la legislación, respecto de la cual pueden admitirse pactos en contra en los documentos constitutivos de la compañía (Kershaw, 2012, pp. 382 – 383).

2.2.3 Derecho español

Desde la primera década del presente siglo, el Derecho español ha dejado de ser ajeno al debate que en torno al interés social se ha venido dando en el ámbito estadounidense e inglés entre en el enfoque del *shareholder wealth maximization* y el enfoque del *team production*. En el caso español, la discusión se desarrolló en el ámbito de las sociedades cotizadas en bolsa, a raíz de lo cual dos comisiones especiales emitieron los informes denominados Olivencia y Aldama, bajo los cuales se emitieron una serie de recomendaciones para la modificación de la legislación del mercado de valores español, dentro de las cuales se incluyó, por supuesto, el entendimiento de interés social como la creación de valor para los accionistas.

Posteriormente, tal y como ha sido visto en la sección 2.1, la legislación societaria española sufrió una reforma radical a partir de la unificación de la regulación de los diversos tipos societarios en un único el cuerpo legislativo denominado Ley de Sociedades de Capital.

Cabe anotar que la actual Ley de Sociedades de Capital no cuenta con una definición de interés social, a diferencia de lo que sucedía en su versión original (antes de la modificación efectuada por la Ley 31/2014) que definía este concepto de manera tautológica, señalando que el interés social era entendido como el interés de la sociedad. De acuerdo con Sanz (2019, p. 6), esta disposición normativa dio pie a que un sector de la doctrina considerara que el Derecho positivo español se había decantado por la posición institucionalista del interés social, lo cual significaba una ruptura con la tradición jurídica de dicho país.

A raíz de las críticas recibidas tanto por la teoría contractualista como por la teoría institucionalista⁶³, la doctrina ha venido desarrollando posiciones intermedias que conjugan los puntos positivos de cada teoría o que asignan una determinada concepción de interés social en función a los diferentes tipos societarios o determinadas características de la sociedad, en concreto, si se trata de sociedades cotizadas en bolsa o de sociedades privadas. Cabe tener en cuenta que este desarrollo doctrinario no ha tenido un reflejo legislativo y jurisprudencial.

A este respecto, Sanz (2019, p. 18), por ejemplo, propone una teoría ecléctica bajo la cual una aplicación más fuerte de los criterios propios de la teoría contractualista correspondería a las sociedades cerradas y una predominancia de los criterios institucionalistas se acomodaría a las sociedades cotizadas.

Resulta interesante el apunte que realiza Sanz Bayón (2019, p. 19) con relación al papel que tendría el derecho de voto de los accionistas en junta bajo su teoría ecléctica del interés

⁶³ Consideramos que un desarrollo extenso de dichas críticas escapa al objeto del presente estudio. No obstante, a tales efectos nos parece ilustrativo el resumen elaborado en Sanz Bayón, 2019, p. 13.

social, planteando que el voto dejaría de ser un derecho subjetivo del accionista para pasar a ser considerado un deber con un contenido determinado y —en nuestro entendimiento— de cumplimiento exigible.

Por otra parte, autores como Sánchez-Calero (2002, p. 60) abogan más bien por el mantenimiento de la doctrina de la creación de valor para los accionistas en las sociedades, sin pasar por alto las diferentes críticas que ha recibido esta teoría y proponiendo diversas soluciones a las mismas.

2.2.4 Derecho peruano

Tal y como se desprende claramente del articulado de la Ley General de Sociedades (así como del Anteproyecto de la NGLS), ésta no contempla ninguna disposición que de manera expresa establezca cuál es o cuál debe ser el interés social de una sociedad anónima. De hecho, consideramos que la ley, en este aspecto, contiene disposiciones contradictorias entre sí. Por un lado, existen diversos artículos⁶⁴ de los cuales se desprende que se habría optado por una visión institucionalista del interés social, ello debido a que dichas disposiciones utilizan la fórmula del “interés de la sociedad”, lo cual típicamente se opone a lo establecido por la visión contractualista, proponente del interés de los accionistas. Por otra parte, también se pueden observar artículos bajo los cuales es plausible interpretar que la ley se ha decantado por la postura contractualista, al haber optado por utilizar la fórmula del “interés social”, la cual es más abierta y permite identificar dicho interés con el de los accionistas⁶⁵. La ley deliberadamente no toma una postura al respecto, no obstante, es innegable el protagonismo que tienen los socios en la creación y vida de la sociedad anónima peruana⁶⁶.

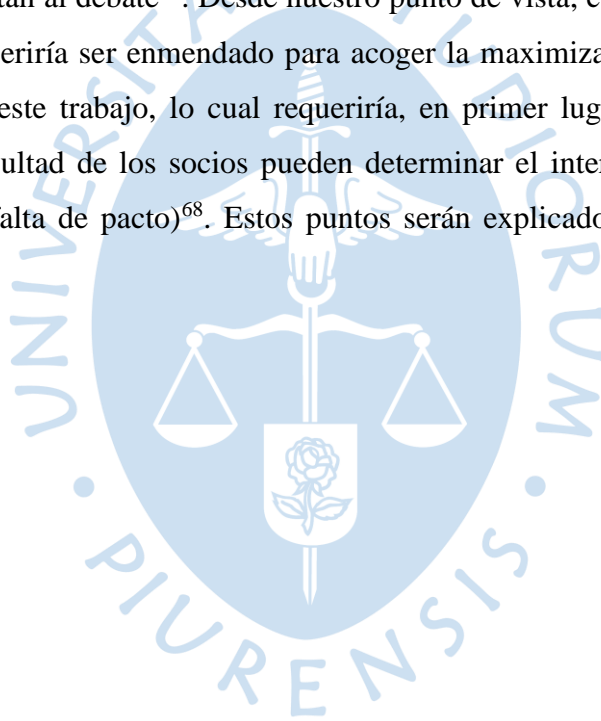
⁶⁴ La lista es relativamente numerosa, pero podemos referirnos, por ejemplo, al artículo 38 LGS, que establece la nulidad de los acuerdos societarios que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios. También conviene citar el artículo 133 LGS, bajo el cual el derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

⁶⁵ Para sustentar esta afirmación, es preciso revisar el artículo 180 LGS, el cual establece que los directores no pueden adoptar acuerdos que no cauteleen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados. Por su parte, el artículo 173 LGS señala que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron.

⁶⁶ En noviembre de 2020 fue promulgada la Ley 31072, Ley de la Sociedad de Beneficio e Interés Colectivo, que otorga un marco legal para que las sociedades constituidas bajo la Ley General de Sociedades puedan establecer como objeto social la consecución de fines sociales y ambientales. Asimismo, la ley establece que los directores y administradores, además de los deberes previstos en la Ley General de Sociedades, deben velar por la real consecución del propósito de beneficio social y ambiental definido en su estatuto social debiendo, asimismo, ponderar el impacto que sus acciones u omisiones tengan en los socios, los trabajadores, la comunidad, el ambiente local y global, y las expectativas de largo plazo de los socios en cuanto a la realización del objeto social y el propósito de beneficio.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores tampoco establece de manera expresa un concepto de interés social, sin embargo, como ha sido señalado anteriormente, el inciso b) del artículo 51 de dicha norma hace mención al interés social al momento de establecer el cumplimiento del deber de lealtad por parte de los directores y gerentes de los emisores de valores. La Ley 29720 también cuenta con la misma regulación en dicho respecto.

Se observa la manifiesta falta de claridad en la legislación con respecto al concepto de interés social (y la maximización de beneficios) y, por su parte, la jurisprudencia y doctrina prácticamente no aportan al debate⁶⁷. Desde nuestro punto de vista, consideramos que nuestro Derecho positivo requeriría ser enmendado para acoger la maximización de beneficios en el sentido planteado en este trabajo, lo cual requeriría, en primer lugar, que se reconozca de manera expresa la facultad de los socios pueden determinar el interés social (estableciendo reglas por defecto a falta de pacto)⁶⁸. Estos puntos serán explicados con más detalle en la siguiente sección.



A nuestro entender, el hecho de que se haya promulgado una ley especial para regular sociedades con un interés social distinto al régimen general previsto en la Ley General de Sociedades, refuerza la idea de la adopción de la teoría contractualista por parte de ésta última. Reconocemos, sin embargo, que el tema es debatible.

⁶⁷ En uno de los pocos trabajos que hemos podido consultar sobre el particular, Lengua (2004) señala que:

Es imprescindible contar con una definición clara de la cláusula normativa general del interés social que sirva de guía a la actuación fiduciaria de los administradores y que tutele el interés de los accionistas, representado por la maximización del valor de su inversión. (p. 315)

⁶⁸ Esta posición también es compartida por Tovar Gil (2015), sin embargo, su desarrollo es bastante escueto.



Capítulo 3

La maximización de beneficios

3.1 ¿Qué es la maximización de beneficios?

La maximización de beneficios encuentra su desarrollo en el seno de la teoría contractualista de la *corporation* estadounidense bajo el nombre de *shareholder wealth maximization*. Tal y como su nombre lo indica, se trata de una construcción teórica cuyo propósito es que los *managers* gestionen la *corporation* en beneficio de los *shareholders*, maximizando el beneficio que éstos reciben de la misma. Esta idea, bastante consolidada en la doctrina, legislación y jurisprudencia estadounidenses (ver el ya citado caso Dodge v. Ford, por ejemplo), ha sido objeto de debate desde sus inicios⁶⁹ y hasta el día de hoy⁷⁰, teniendo como principal contrapartida a la teoría del *stakeholder value*, la cual ya hemos comentado —y rechazado— en el presente trabajo.

¿Cómo se maximiza el beneficio de los accionistas? ¿El reparto de dividendos año tras año satisface dicha maximización? ¿O acaso debe utilizarse un enfoque que contemple el valor de la compañía a largo plazo? Inicialmente, la maximización de beneficios era sinónimo de reparto de dividendos, tal y como sucedió en el caso Dodge v. Ford anteriormente analizado, en el cual la Corte Suprema de Michigan decidió que la propuesta de Henry Ford, consistente en realizar inversiones para emplear más personas y reducir el precio de los automóviles, en lugar de repartir dividendos a los accionistas, representaba un atentado contra el interés de los accionistas y la maximización de su beneficio. Posteriormente, sin embargo, se fue adoptando un concepto más amplio de la maximización, tomando en cuenta el valor a largo plazo de la compañía, e incluso considerando el interés de los accionistas futuros⁷¹.

No obstante, en el actual entendimiento del *shareholder wealth maximization* también persisten interrogantes similares: ¿qué medida debe usarse para medir el beneficio de los accionistas o el valor de la compañía? ¿la capitalización bursátil es útil para estos efectos? ¿qué ocurre con las compañías que no se encuentran listadas en bolsas de valores? Ciertamente, se trata de una cuestión harto debatible que excede el ámbito del presente trabajo —y que, en

⁶⁹ A nivel doctrinario, el debate se puede rastrear hasta los años 30 del siglo XX en los célebres escritos de Adolf Berle y Merrick Dodd (Fisch, 2006, p. 647).

⁷⁰ Por ejemplo, en el año 2019, Business Roundtable (una organización conformada por los ejecutivos de las empresas más importantes de los Estados Unidos de América, incluyendo Apple y Amazon, por citar algunas) emitió un comunicado señalando que dejarían de lado en enfoque del *shareholder value*, reemplazándolo por el *stakeholder value* (Business Roundtable, 2019).

⁷¹ Sobre el particular, Sabogal (2011) apunta lo siguiente con respecto a la actual aproximación del *shareholder value creation*: “se concibe el interés social ya no tanto bajo la idea de un beneficio económico encaminado a repartir utilidades a los socios, sino un interés social que busca la maximización del valor actual de las acciones” (p. 5).

nuestra opinión debe tomar en cuenta los aportes de otras ciencias para resolverse de la mejor manera⁷²; sin embargo, queremos recalcar que el foco de la cuestión —para efectos jurídicos— reside en determinar a quiénes favorece la maximización de beneficios de la compañía: ¿a los accionistas o a otros *stakeholders*? Nos inclinamos por elegir a los primeros, por las razones ya explicadas a lo largo del presente trabajo.

Es importante tener claro, sin embargo, que el desarrollo de la teoría del *shareholder wealth maximization* se ha dado en el ámbito del Derecho estadounidense y está referido específicamente a la *corporation* y sus accionistas. Como hemos visto anteriormente (Alemán, 2003, p. 47), la *corporation* nace en el siglo XIX como una figura legal para llevar a cabo empresas de interés cuasi público (tales como bancos, puertos o compañías de seguros, por ejemplo⁷³), organizadas por sus promotores, quienes posteriormente buscaban financiamiento mediante la emisión de acciones de la *corporation*. En dicho escenario, cobra más sentido el debate sobre la función objetiva de la corporación (*corporate objective function*), dada la importancia de todos los *stakeholders*. En el caso de los ordenamientos de tradición europea continental no existe una figura igual, puesto que los socios son los protagonistas de, valga la redundancia, la sociedad⁷⁴; ello sin perjuicio de los similares problemas que acarrea la gran sociedad anónima.

Por ello, sostenemos que el paradigma del interés social entendido como el interés de los accionistas y la maximización de los beneficios de la sociedad en su favor, es el que se encuentra en concordancia con el Derecho peruano vigente. Ciertamente, puede proponerse a nivel doctrinario la identificación del interés social con el interés de los *stakeholders*, sin embargo, para ello deben realizarse, además, cambios profundos en el concepto mismo de sociedad anónima y las reglas que la gobiernan⁷⁵. El trasplante sin más de la concepción

⁷² Sin embargo, cabe señalar que, en los últimos años, se ha venido considerando que la capitalización bursátil no es la forma más precisa de medir el valor de una compañía, puesto que no toma en cuenta el costo de capital. En ese sentido, se han desarrollado otros métodos de medición, dentro de los cuales destaca el *economic value added* (EVA), definido como la utilidad operativa (*operative profit*) luego de impuestos menos el costo de capital de la compañía (tanto a nivel de *equity* como de deuda) (Fisch, 2006, p. 670 – 671). También sobre el EVA como medida del valor de la compañía, consultar Brealey et al., 2017, pp. 311 – 314.

⁷³ El inicial interés cuasi público de la *corporation* también ha sido puesto en relieve por Fisch (2006, p. 647).

⁷⁴ Sin embargo, en el ámbito europeo continental e hispanoamericano también se crearon compañías para explotar los recursos de las colonias de ultramar, lo cual constituye un antecedente de las sociedades anónimas (Baldeón, 2013, pp. 242 – 243; Calderón, 2021).

⁷⁵ Por ejemplo, debe tenerse presente que en la *corporation* estadounidense, salvo ciertas excepciones, el directorio tiene la facultad de emitir acciones sin la previa aprobación de los accionistas, hasta por el monto del capital autorizado en los *articles of incorporation*. En los ordenamientos de tradición

institucionalista de la sociedad, sin advertir la necesidad una reforma integral del Derecho de sociedades es, en nuestra opinión, errado y desembocaría en un proyecto fallido.

3.2 Los deberes fiduciarios y la relevancia jurídica de la maximización de beneficios

En la teoría contractualista de la naturaleza de la sociedad, el interés social se identifica con el interés de los accionistas y, en ese sentido, los administradores deben su lealtad a los accionistas, quienes deben cumplir con determinadas obligaciones derivadas de dicho deber. ¿Cuál es el papel que juega la maximización de beneficios con respecto al deber de lealtad? ¿La maximización es parte del contenido de este deber?

El contenido del deber de lealtad —como ya hemos visto— cuenta con un extenso desarrollo tanto a nivel doctrinario como legislativo en diversos ordenamientos de tradición continental, por ello, para afirmar que la maximización de beneficios forma parte de este deber, se debe justificar como un elemento distinto al contenido que ya conocemos. En ese sentido, lo relevante es preguntarse si los administradores incurrirían en un incumplimiento de su deber si no maximizan el beneficio de la sociedad a favor de los accionistas, incluso si no lo hacen en su propio favor (*self-dealing*) o de terceros no accionistas; o, dicho de otro modo, si el deber de lealtad obliga a que permanentemente y en cada decisión, los administradores efectivamente maximicen el beneficio de la sociedad en favor de los accionistas⁷⁶.

En nuestra opinión, establecer que la maximización de beneficios forma parte del deber de lealtad resultaría en una excesiva supervisión sobre los administradores sociales e incluso contraproducente para los propios accionistas. En efecto, consideramos que con ello se abriría la puerta a que el régimen de responsabilidad social albergue cualquier tipo de reclamo planteado por los accionistas sencillamente por considerar que una determinada decisión de los administradores no maximizó adecuadamente los intereses de los primeros, incluso si los términos bajo los cuales debe llevarse a cabo la maximización están establecidos al detalle en algún documento que regule el funcionamiento de la sociedad.

Si llevamos este planteamiento al absurdo, podría incluso cuestionarse una decisión del directorio que generó una ganancia de USD 999,999 en lugar de USD 1'000,000. Así, definir el deber de lealtad como una obligación de maximización borra completamente la frontera con

continental, dicho poder reside en la junta de accionistas y, adicionalmente, es común que existan derechos de suscripción preferente. (Ventoruzzo, 2013).

⁷⁶ Payet (2003) plantea una interrogante similar con respecto a los deberes fiduciarios del bloque accionario de control:

No existe en la ley prohibición expresa alguna para que los accionistas mayoritarios adopten acuerdos que perjudiquen a la minoría sin afectar a la sociedad. Tampoco existe, literalmente, una prohibición de acuerdos que lesionen el interés social pero sin beneficiar a algún accionista en particular. (p. 97)

el deber de diligencia, pues se estaría analizando la propia gestión de los administradores en lugar de atender los aspectos propios del deber de lealtad, cuyo territorio se encuentra más bien los ya revisados problemas de agencia (especialmente, el *self-dealing*).

Asimismo, argumentar que la maximización forma parte del deber de lealtad en los términos comentados resultaría —en nuestra opinión— perjudicial para los accionistas y contradictorio con el propio mandato que impone la maximización. En efecto, a los administradores se les exige tomar decisiones (que ciertamente podrían no resultar exitosas) con riesgos calculados a fin de maximizar de los beneficios de la sociedad favor de los accionistas. Ello es incompatible con una figura que penalice la toma de riesgos. Es precisamente por esta razón (junto con la ventaja que otorga el sesgo de retrospectiva — *hindsight bias*) que otros ordenamientos han adoptado el *business judgment rule* o instituciones con similares características, dado que la toma de riesgos calculados por parte de los administradores —dentro de los límites del deber de diligencia— tiene valor para la sociedad y los accionistas⁷⁷.

Sin embargo, la maximización de beneficios —que representa el entendimiento actualizado de la teoría contractualista— ciertamente tiene relevancia jurídica. En primer lugar, es el fundamento por el cual se establecen los deberes fiduciarios de los administradores (tanto en el aspecto sustantivo como adjetivo) en favor de los accionistas de la sociedad, a pesar de que un sector de la doctrina argumente otras razones —extra jurídicas, a nuestro entender— para sustentar dicha atribución (Fisch, 2006, p. 662). En ese sentido, también es útil para empezar a analizar otro tipo de problemas derivados de la actuación de los administradores, tales como actuar en beneficio del interés del grupo económico al cual pertenece la sociedad, por ejemplo.

Por otra parte, la maximización constituye la base para el tratamiento de los problemas de agencia manifestados en particular en el conflicto de interés básico consistente en el actuar de un administrador en contra del interés social, en beneficio de su propio interés (infringiendo el deber de lealtad)⁷⁸. En este caso, para que la búsqueda del interés particular por parte del

⁷⁷ En el *Company Law* del Reino Unido existe el ya comentado *duty to promote the success of the company*, bajo el cual los directores deben satisfacer el interés de los accionistas —entendido como el valor de la compañía a largo plazo— y cuyo cumplimiento pasa por un test subjetivo (creencia de estar promoviendo de buena fe los intereses de la compañía) y otro objetivo (razonabilidad de la decisión). No obstante, se reconoce que se trata de un deber cuyos términos (y, por ende, cumplimiento) resulta un tanto vago (Hannigan, 2018, pp. 216 – 225 y pp. 322 – 330).

⁷⁸ De acuerdo con Clark (1986, p. 141), en el *Corporate Law* existen cuatro paradigmas de conflictos de interés, de los cuales se derivan todos los demás conflictos, a saber: (i) el *self-dealing* básico, (ii) la retribución de los administradores, (iii) el uso de los bienes de la *corporation* y, (iv) operaciones corporativas con motivos mixtos.

administrador constituya una conducta anti jurídica, debe ser contrastada con el interés —de un tercero distinto a él— que está obligado a cautelar, de lo contrario, el deber fiduciario de lealtad pierde sentido y, ciertamente, operatividad práctica. A diferencia de la teoría institucionalista, que define dicho interés como el interés de la sociedad, contemplando el interés de todos los actores que interactúan con la sociedad (*stakeholders*), la teoría contractualista, entendida como maximización de beneficios, otorga una directriz clara para la actuación de los administradores en este contexto, puesto que deben servir a un único interés.

Sin embargo, también debe tenerse en cuenta que los accionistas pueden tener intereses heterogéneos, razón por la cual algunas posiciones descartan la utilidad de la maximización de beneficios como guía mono direccional para los administradores⁷⁹. El Derecho del Reino Unido, por ejemplo, ha prestado especial atención a este problema en el Companies Act del 2006 y establece que el deber de promover de buena fe el mejor interés de la compañía (*duty act in good faith in the best interest of the company*) en beneficio de todos sus miembros (entiéndase, accionistas) en su totalidad, maximizando el valor de la compañía en el largo plazo (Kershaw, 2012, pp. 337 – 338).

Existen también críticas al entendimiento de los accionistas como un hipotético inversionista a largo plazo en la compañía⁸⁰, justificadas a nuestro entender, dado que, en la realidad, los motivos por los cuales una persona decide convertirse en accionista de una sociedad son bastante variados. No consideramos, sin embargo, que este problema justifique abogar por la teoría institucionalista y los intereses de todos los *stakeholders*. Por el contrario, consideramos que —en cierta medida⁸¹— se trata de un problema de elección en la forma de

⁷⁹ Shareholders are not a homogenous group. Within the shareholder class, the investors vary considerably among such dimensions as the time frame over which they invest, the extent to which they trade versus passively holding the corporation's stock, their degree of diversification, the extent to which they hold non equity interests in the issuer, any option or other hedging positions that they hold, and so forth. (Fisch, 2006, p. 661)

⁸⁰ The economic argument in response is that shareholder primacy is not defined by reference to specific shareholders, but reflects the theoretical interests of a hypothetical long-term equity holder. The problem, for both managers and scholars, is that absent perfect market efficiency, short-term performance and value indicators, such as profitability and stock price, may not accurately reflect the long-term value of operational decisions. Thus, if the notion of shareholder primacy is refined in this way, shareholder primacy becomes less useful, both as a decisional rule and as a tool of empirical analysis. (Fisch, 2006, pp. 661 – 662)

⁸¹ Es correcto afirmar que el asunto también pasa por el análisis del conflicto de interés entre accionistas de control y accionistas minoritarios, y los “deberes fiduciarios” que a causa de ello se imponen en algunos ordenamientos a los accionistas de control (Hannigan, 2018, pp. 220 – 222). Un caso interesante de este conflicto, que además involucra los deberes fiduciarios de los directores, puede encontrarse en *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Brown & Casey, 2016, pp. 278 – 283). Consideramos, no obstante, que el conflicto de interés entre las diferentes clases de accionistas excede el objeto del presente trabajo.

maximizar el beneficio en favor de los accionistas. En vista de ello, ¿tiene relevancia jurídica establecer cómo se maximiza el beneficio (mediante la distribución de dividendos, aumento de valor de la sociedad en el tiempo, entre otros)? Si la tiene, ¿es posible exigir a los administradores que ajusten su conducta en dicho sentido?

La virtud de tener una definición de clara de la maximización y su puesta en práctica radica en su calidad de guía para los administradores sociales en el desarrollo de sus funciones, de modo tal que los accionistas puedan tener conocimiento del objetivo que la sociedad se ha trazado y, así, puedan tomar una decisión informada al momento de invertir en una sociedad. Al margen de que la guía sea expresada por vías formales (por ejemplo, una cláusula estatutaria) o informales (instrucciones derivadas de las deliberaciones de la junta general de accionistas), consideramos que cada sociedad debe tener la potestad de determinar cómo se va a llevar a cabo la maximización, teniendo en cuenta los innumerables motivos por los cuales se conforma una sociedad. Evidentemente, el asunto resultará más problemático dependiendo del tamaño de la sociedad en cuanto a número de accionistas, dado que aumenta la probabilidad de la existencia de intereses heterogéneos, pero somos de la opinión que el establecimiento de la maximización como guía de los administradores resulta favorable para cualquier tipo de sociedad anónima, independientemente de su tamaño y los problemas específicos que pueda llegar a enfrentar.

La maximización, así entendida, no constituiría un deber exigible a los administradores, por las razones anteriormente expuestas (principalmente, la referida a la eliminación de la frontera con el deber de diligencia). Sin embargo, el propio mercado y el devenir de la sociedad en particular serán las que se encarguen de mantener o cambiar la forma en la que se entiende la maximización. A este respecto, encontramos bastante ilustrativas las palabras de Easterbrook y Fischel (2005):

Should corporations try to maximize profit over the long run or the short run? Our response to such question is, Who cares? If the New York Times is formed to publish a newspaper first and make a profit second, no one should be allowed to object. Those who came in at the beginning actually consented, and those who came in later bought stock the price of which reflected the corporation's tempered commitment to a profit objective. (...) If the firm suddenly acquires a newspaper and declares that it is no longer interested in profit, the equity investors have a legitimate complaint. It is a complaint for breach of contract, not for derogation from some ethereal ideal of corporate governance. (p. 213)

Conclusiones

Primera. Existen diversas teorías en la ciencia económica y en el Derecho para explicar la existencia y naturaleza de los vehículos usados para llevar a cabo la actividad empresarial. En el Derecho comparado (especialmente en los Estados Unidos) se observa un intenso debate entre la teoría del *shareholder wealth maximization* (teoría contractualista) y la teoría del *stakeholder wealth maximization* (teoría institucionalista), aplicadas al ámbito de la *corporation*.

Segunda. Producto de la separación entre la propiedad y el control de los activos destinados a la actividad empresarial, se origina un problema de agencia entre los socios y los administradores. Este problema se observó inicialmente en los Estados Unidos en el marco de la *corporation* (Berle y Means), pero en Europa la situación tampoco pasó desapercibida, pues también empezó a emerger la gran sociedad anónima (Rathenau).

Tercera. Los llamados deberes fiduciarios de los administradores constituyen una herramienta para resolver los problemas derivados de la separación entre propiedad y control. La evolución del deber de diligencia en el Derecho comparado tiende a desarrollar fórmulas similares al *business judgment rule* estadounidense, pues se entiende que la discrecionalidad empresarial es beneficiosa para el interés social.

Cuarta. El deber de lealtad, al margen de sus diversas concreciones, consiste principalmente en una prohibición o regulación del *self-dealing*. El Derecho británico va más allá y ha desarrollado el *duty to promote the success of the company*, el cual impone a los administradores el deber de velar en todo momento por el interés social (manifestado en dicho ordenamiento en el *enlightened shareholder value*). Sin embargo, doctrina reconoce las dificultades de poner en práctica este deber.

Quinta. La maximización de beneficios y el deber de lealtad se encuentran íntimamente relacionados, dado que el interés social determina a quién se debe la lealtad impuesta a los administradores. No es plausible, sin embargo, equiparar dicha relación al *duty to promote the success of the company* británico, pues ello podría ser incluso perjudicial para los accionistas y, además, desdibuja las líneas que definen el contenido del deber de lealtad y el deber de diligencia.

Sexta. El Derecho peruano no ha visto un desarrollo extenso del interés social y de los deberes fiduciarios, pero se beneficiaría de un tratamiento más exhaustivo a nivel doctrinario, jurisprudencial y legislativo.

Séptima. Al margen de las diversas características y problemas que tienen las sociedades anónimas de diferentes dimensiones, consideramos importante que el Derecho positivo

reconozca la posibilidad de que los socios determinen el entendimiento del interés social, puesto que ello sirve de guía para la actuación de los administradores sociales y el cumplimiento de sus deberes.

Octava. Importar la teoría institucionalista de la sociedad al Perú no debe hacerse sin antes considerar que se trata de un profundo cambio de paradigma, pues el Derecho vigente reconoce el protagonismo de los accionistas en la sociedad anónima. Asimismo, debe tenerse en cuenta que dicha teoría nace en el ámbito de la *corporation* estadounidense, que tiene características particulares.



Lista de abreviaturas

Anteproyecto de la NLGS	Anteproyecto de la Nueva Ley General de Sociedades de fecha 4 de abril de 2018, elaborado por el Grupo de Trabajo conformado mediante Resolución Ministerial No. 108-2017-JUS.
Código de Buen Gobierno Corporativo	Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, aprobado por la SMV.
DGCL	Delaware General Corporation Law.
LGS o Ley General de Sociedades	Ley General de Sociedades, Ley No. 26887.
LMV o Ley del Mercado de Valores	Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF.
LSC	Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobada mediante Real Decreto Legislativo 1/2010.
Reino Unido	Reino Unido de gran Bretaña e Irlanda del Norte.
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores.



Lista de referencias

- Alcalá, M.A. (2018). *Las competencias de la junta general en asuntos de gestión*. Wolters Kluwer.
- Alchain, A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *The american economic review*, 62 (5), 777 – 795. <https://www.jstor.org/stable/1815199?origin=JSTOR-pdf&seq=1>
- Alemán, P. (2003). *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el Derecho norteamericano*. Editorial Aranzadi.
- Grupo de Trabajo conformado por Resolución Ministerial 108-2017-JUS (2018). *Anteproyecto de la Ley General de Sociedades*. <https://www.gob.pe/institucion/minjus/informes-publicaciones/1941768-anteproyecto-de-la-ley-general-de-sociedades>
- Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R. & Pargendler, M. (2009). The essential elements of Corporate Law: what is Corporate Law?. En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda & E. Rock, *The anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach* (pp. 1 – 28). Oxford University Press.
- Aronson v. Lewis, 466 A.2d 375 (Del. Ch. 1983). <https://casetext.com/case/lewis-v-aronson>
- Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984). <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1984/473-a-2d-805-4.html>
- Baldeón, F. (2013). Teorías sobre la sociedad de capitales y derechos de sociedades. *Advocatus*, (29), 239 – 260. <https://doi.org/10.26439/advocatus2013.n029.4255>
- Bodell v. General Gas & Electric Corporation, 15 Del. Ch. 119 (Del. Ch. 1926). <https://casetext.com/case/bodell-v-general-gas-elec-corp>
- Bodell v. General Gas & Electric Corporation, 140 A. 264 (Del. 1927). <https://casetext.com/case/bodell-v-general-gas-electric-corporation>
- Bonilla, J. (1998). La empresa y el empresario. *Revista de Derecho Privado*, (3), 105 –126. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3253703>
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw-Hill Education.
- Brown, R. & Casey, L. (2016). *Corporate Governance. Cases and materials*. Carolina Academic Press.
- Business Roundtable. (19 de agosto de 2019). *Business Roundtable redefines the purpose of a corporation to promote ‘an economy that serves all americans’*.

- <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>
- Calderón, E. (2003). El modelo contractual de la empresa y su relación con el gobierno de las sociedades cotizadas. *Revista jurídica del Perú*, 51.
- Calderón, E. (2021). Requisitos de forma desde la perspectiva del contrato de sociedad y tipos de sociedades mercantiles. *Revista de Derecho*, 22(2), 19 – 57. <https://revistas.udep.edu.pe/derecho/article/view/2298>
- Casanova, M. (2012). *La fundamentación de los fiduciary duties de los administradores de sociedades y sus consecuencias en la acción social de responsabilidad* [Tesis doctoral, Universidad de Navarra] Depósito académico digital de la Universidad de Navarra. <https://dadun.unav.edu/handle/10171/23709>
- Casanova, M. (2013). La noción jurídica de empresa y su impacto sobre las decisiones empresariales. *Revista de Derecho de la Universidad de Montevideo*, 12 (24), 89 – 102. <http://revistaderecho.um.edu.uy/wp-content/uploads/2014/02/Casanova-La-nocion-juridica-de-empresa-y-su-impacto-sobre-las-decisiones-empresariales.pdf>
- Clark, R. (1986). *Corporate Law*. Little, Brown and Company.
- Coase, R. (1990). *The firm, the market and the law*. The University of Chicago Press.
- Superintendencia del Mercado de Valores (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. https://www.smv.gob.pe/uploads/codbgc2013%20_2_.pdf
- Decreto Supremo 093-2002-EF de 2002. Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. 15 de junio de 2022. Diario Oficial El Peruano. <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H827365>
- Delaware General Corporation Law. 8 Del. C. § 100. <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>
- Delaware's Government. (s.f.). *Facts and myths*. <https://delaware.gov>
- Denegri, M. (2011). La pretensión de responsabilidad. Análisis comparativo entre el Companies Act 2006 inglés y la Ley General de Sociedades Peruana. *Themis Revista de Derecho* (59), 145 – 158. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9101>
- Dodge v. Ford Motor Co., 204 Mich. 459 (Mich. 1919). <https://casetext.com/case/dodge-v-ford-motor-co>
- Easterbrook, F. & Fischel, D. (2005). The corporate contract. En L. Bebchuk (Ed.), *Corporate Law and economic analysis* (pp. 182 – 215). Oxford University Press.
- Elías, E. (1999). *Derecho societario peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Normas Legales.

- Escobar, F. (2006). Tradiciones, transplantes e ineficiencias: El caso del “fideicomiso peruano”. *Ius et veritas*, 16 (32), 105 – 138. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12381>
- Fisch, J. (2006). Measuring efficiency in corporate law: The role of shareholder primacy. *The Journal of Corporation Law*, (31), 637 – 674. https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1043
- Forno, H. (2017). Empezando por el principio: análisis económico de la función del Derecho societario. *Themis. Revista de Derecho* (72), 113 – 126. <https://doi.org/10.18800/themis.201702.006>
- Gaitán, N. (2013). La autocontratación en el Derecho de sociedades colombiano: deber de lealtad, interés social y vínculo jurídico administrador-sociedad. *Revist@ e-Mercatoria*, 12 (2), 43 – 79. <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/3748>
- García-Pita, J. (2008). El Derecho de sociedades en el Perú, un análisis comparativo. *Ita ius esto*, 1, 17 – 57. <https://www.itaiusesto.com/>
- García-Pita, J. (2017). El contrato como origen de las sociedades mercantiles, en el Derecho español – comparación con el Derecho peruano. *Revista de Derecho de la Universidad de Piura*, 18 (18), 20 – 22. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7021161>
- Giraldi, P. (1964). Naturaleza jurídica del directorio de la sociedad anónima. *Lecciones y ensayos*, (25), 93 – 107. http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/lye/pub_lye_numeros_25.php
- Gondra, J. (2010). La Teoría Contractual de la sociedad anónima: Una aproximación a sus fundamentos teórico-económicos. En J. Sáenz García de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Florez (Coord.), *Estudios de Derecho Mercantil. En memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Thomson Reuters.
- Górriz, C. (2010). El deber de lealtad de los administradores de las sociedades de capital (Arts. 226 a 231 LSC). En J. Sáenz García de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Florez (Coord.), *Estudios de Derecho Mercantil. En memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Thomson Reuters.
- Guerrero, C. (2014). *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital. La incorporación de los principios de la business judgement rule al ordenamiento español*. Thomson Reuters.
- Hannigan, B. (2018). *Company Law*. Oxford University Press.
- Hansmann, H. (2005). Ownership of the Firm. En L. Bebchuk (Ed.), *Corporate Law and economic analysis*. Oxford University Press.

- Hernando Cebriá, L. (2016). Órganos: (III). Los administradores. El consejo de administración. En J. Embid, M. Ferrando, V. Martí (Coord.), *Introducción al derecho de sociedades de capital: Estudio de la Ley de Sociedades de capital y de la legislación complementaria* (pp. 255-272). Marcial Pons.
- Holland, R. (2009). Delaware Directors' Fiduciary Duties: The Focus on Loyalty. *University of Pennsylvania journal of Business Law*, 11(3), 675 – 701. <https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol11/iss3/4/>
- Hundskopf, O. (2012). *Manual de Derecho Societario*. Gaceta Jurídica.
- Hundskopf, O., Payet, J., Montoya, A. & Ferrero, G. (2017). Mesa Redonda: Reforma de la Ley General de Sociedades en el Perú. *Themis. Revista de Derecho* (72), 237 – 257. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/20252>
- Institutional Limited Partners Association (enero, 2011). *Private equity principles*. <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2018/02/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf>
- Jensen, M. & Meckling, W. (octubre, 1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305 – 360. <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- Kershaw, D. (2012). *Company Law in context*. Oxford University Press.
- Kinney, T. (1994). Stockholder Derivative Suits: Demand and Futility Where the Board Fails to Stop Wrongdoers. *Marquette law review*, 78(1), 172 – 189. <https://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1565&context=mulr>
- Kraakman, R. et al. (2017). *The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional analysis*. Oxford University Press.
- Lengua, R. (2004). La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas. *Ius et veritas* 14 (28), 313 – 339. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16061>
- Ley 26887 de 1997. *Ley General de Sociedades*. 9 de diciembre de 1997. Diario Oficial El Peruano. <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H777285>
- Ley 29720 de 2011. *Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales*. 25 de junio de 2011. Diario Oficial El Peruano. <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H1034169>
- Macey, J. (2008). A close read of an excellent commentary on Dodge v. Ford. *Virginia law & business review*, 3(1), 177 – 190.

- https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2345&context=fss_papers
- Martínez-Cortez, J. (2016). El deber de lealtad de los administradores de las sociedades no cotizadas. *Cuadernos de Derecho y Comercio*, (65), 39 – 118. <https://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/deber-lealtad-administradores-sociedades-655683501>
- Martínez, J. (2005). Gobierno corporativo en el Perú: contribución para re-enfocar el concepto. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, (56/57), 95– 114. <http://revistas.up.edu.pe/index.php/apuntes/article/view/550>
- Megías, J. (2014). Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría. *Anuario jurídico y económico escurialense*, (47), 13 – 56. <https://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/obstruccionismo-cerradas-abuso-minora-510595438>
- Merriam-Webster Dictionary. (s.f.). *Welfare*. <https://www.merriam-webster.com/dictionary/welfare>
- Payet, J. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *Ius et veritas*, 12(23), 107 – 127. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16020>
- Payet, J. (2003). Empresa, gobierno corporativo y derecho de sociedades: reflexiones sobre la protección de las minorías. *Themis. Revista de Derecho*, (46), 77 – 103. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9965>
- Payet, J. (2014). Transacciones entre partes relacionadas. *Ius et veritas*, 24 (48), 152 – 178. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11915>
- Payet, J. (2017). La Sociedad Anónima Abierta: algunas ideas para la reforma de su tratamiento legislativo. *Ius et veritas* (54), 16 – 48. <https://doi.org/10.18800/iusetveritas.201702.001>
- Paz-Ares, C. (2003). La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. *Ius et Veritas*, 13 (27), 202 – 246. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16269>.
- Paz-Ares, C. (2015). Anatomía del deber de lealtad. *Actualidad jurídica Uría-Menéndez*, (39), 43 – 65. <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>
- Prado, A. (1990). Los poderes de los auxiliares de comercio. *Revista chilena de Derecho*, 17 (1), 105 – 120. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2649699>
- Ramírez, L. (2001). El control y los grupos de sociedades. *Anuario da Facultade de Direito da Universidade da Coruña*, 5, 629 – 663. <https://ruc.udc.es/dspace/handle/2183/2140>

- Ramos, I. (2006). El estándar mercantil de diligencia: el ordenado empresario. *Anuario de Derecho Civil*, 59 (1), 195 – 225
https://www.boe.es/publicaciones/anuarios_derecho/abrir_pdf.php?id=ANU-C-2006-10019500225
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. *Boletín Oficial del Estado*, 161, de 3 de julio de 2010.
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>
- Ribas, V. (2004). *Aproximación al estudio del deber de lealtad del administrador de sociedades* [Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona] Repositorio de Tesis Doctorales en Xarxa. <https://www.tdx.cat/handle/10803/5206#page=1>
- Rodríguez, F. (2010). Algunas reflexiones sobre la crisis de la junta de las sociedades de capital. En J. Sáenz García de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Florez (Coord.), *Estudios de Derecho Mercantil. En memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Thomson Reuters.
- Sabogal, L. (2011). El “interés social”: apuntes teóricos en el marco socio-económico del derecho de empresa. *Revist@ e-Mercatoria*, 10 (1), 1 – 25.
<https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/2908>
- Sáez, M. (2016). Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas. *Indret: Revista para el análisis del Derecho*, 1, 1 – 59. <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/305693/395571>
- Salas, J. (2019). *Sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades*. Fondo Editorial PUCP.
- Sánchez, F. (2007). *Los Administradores en las Sociedades de Capital*. Editorial Civitas.
- Sánchez-Calero, J. (2002). El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada. *Revista de Derecho Mercantil*, (246), 1653 – 1725.
<https://eprints.ucm.es/5996/>
- Sánchez-Calero, J. (2015). La reforma de los deberes de los administradores y su responsabilidad. En M. Morillas, M. Perales & L. Porfirio (Eds.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz* (pp. 894 – 917). Universidad Carlos III de Madrid. https://e-archivo.uc3m.es/bitstream/handle/10016/21008/reformadeberesadministradores_sanchez-caleroguilarte_RIO_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Sanz, P. (2019). El concepto de interés social en el Derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate. En A. Serrano & I. Lázaro, *Estudios jurídicos*

- en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez* (pp. 491 – 511). Editorial Reus.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3399125
- Sharfman, B. (2007). The Enduring Legacy of *Smith v. Van Gorkom*. *Delaware Journal of Corporate Law*, 33(2), 287 – 309.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1059962
- Sharfman, B. (2014). Shareholder wealth maximization and its implementation under Corporate Law, *Florida Law review*, 66 (1), 389 –431.
<https://scholarship.law.ufl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1180&context=flr>
- Sharfman, B. (2017). The Importance of the Business Judgement Rule. *New York University Journal of Law & Business*, 14(1), 27 – 69.
<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/19/the-importance-of-the-business-judgment-rule/>
- Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985). <https://casetext.com/case/smith-v-van-gorkom>
- Tovar-Gil, J. (2015). Las claves del gobierno corporativo. *Advocatus* (31), 435-449.
<https://doi.org/10.26439/advocatus2015.n031.4377>
- Valdivieso, E. (2011). Los intereses concurrentes en el procedimiento concursal: protección y conflicto en el caso de sociedades anónimas. *IUS. Revista de Investigación de la Facultad de Derecho*, (8), 274 – 300. <https://vlex.com.pe/vid/intereses-concurrentes-procedimiento-concursal-708195661>
- Ventoruzzo, M. (2013). *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A comparative analysis*. *Richmond journal of Global Law & Business* (12).
https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1279&context=fac_works
- Zavala, I. (2017). *Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos: Análisis crítico y retos pendientes*. Dykinson S.L.