

HÉCTOR PALAZÓN RUIZ

**ACCIONISTAS Y GRUPOS DE INTERÉS:
¿ENEMIGOS ÍNTIMOS?**

SHAREHOLDERS AND STAKEHOLDERS:
CLOSE ENEMIES?

ARTÍCULO INÉDITO DE INVESTIGACIÓN

CÓMO CITAR ESTE ARTÍCULO (CHICAGO)

Palazón Ruiz, Héctor. «Accionistas y grupos de interés: ¿Enemigos íntimos?». *Revista de Derecho Aplicado LLM UC* 12 (2023).
<https://doi.org/10.7764/rda.12.63731>

REVISTA DE DERECHO APLICADO LLM UC

Número 12
Diciembre 2023
ISSN: 2452-4344

Recepción: 17 de junio, 2023

Aceptación: 19 de octubre, 2023

Resumen

Existe consenso en afirmar que el objetivo principal de la empresa es maximizar utilidades y, en consecuencia, la tarea del directorio debe estar orientada a ello. Sin embargo, hace un tiempo surgió con fuerza un movimiento que contradice este postulado: el «stakeholderismo», el cual promueve que las empresas, al otorgar mayor o menor nivel de participación, también consideren las implicancias de sus decisiones en los grupos de interés (*stakeholders*) que circunvalan la órbita del giro de los negocios de la compañía. Más allá de que estemos o no de acuerdo con esta posición, consideramos necesario establecer una forma de balancear ambos enfoques. Existen varios antecedentes: hoy es usual incluir en los contratos cláusulas que regulan de alguna forma —mediante garantías o como condición resolutoria— contingencias reputacionales que puedan generar un mayor riesgo financiero; o también la Executive Order 12.866, promulgada por el entonces presidente de Estados Unidos Bill Clinton, que exige a las agencias, en la medida de lo posible, la cuantificación de los costos y beneficios de sus decisiones regulatorias.

Palabras clave: Maximización de utilidades, accionistas, grupos de interés, costo-beneficio, directorio.

Abstract

There is a consensus that the main objective of the company is to maximize profits and, consequently, the task of the board of directors must be oriented towards this. However, some time ago, a movement emerged that contradicts this postulate: “stakeholderism”, which promotes that companies, granting a greater or lesser level of participation, also consider the implications of their decisions on the stakeholders that are around the activities or business of the company. Regardless of whether we accept this position, we believe it is necessary to establish a way to balance both approaches. There are several precedents: today it is common to include in contracts clauses that regulate in some way (by guarantees or as a resolutive condition), reputational contingencies that may generate greater financial risk; or the Executive Order 12,866, promulgated by then-president of the United States Bill Clinton, which requires agencies to quantify the costs and benefits of their regulatory decisions.

Keywords: Maximize profits, stakeholders, shareholders, cost-benefit, board of directors.

Héctor Palazón Ruiz

Montero, Palazón & Asociados
Asunción, Paraguay
hector@monteropalazon.com

Héctor Palazón Ruiz es magíster en Derecho mención Derecho de la Empresa de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Fue becado por la Fundación Konrad Adenauer. Es abogado, cuadro de honor de la Universidad Nacional de Asunción, Paraguay. Especialista en impuestos y procedimientos del Instituto Superior de Formación Tributaria y Empresarial, Paraguay. Diplomado en Derecho Civil y Comercial de la Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción, Paraguay. Curso de Derecho Bancario de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Asunción. Es socio fundador de Montero, Palazón & Asociados. Áreas de práctica: derecho societario, mercado de capitales, fusiones y adquisiciones, *antitrust*, *equity loans*, derecho bancario y financiero, derecho laboral, derecho administrativo, derecho tributario, constitucional económico, litigios, planificación estratégica y gestión de crisis.

Montero, Palazón & Asociados
Asunción, Paraguay
hector@monteropalazon.com

Héctor Palazón Ruiz has a Master's in Law degree with Mention in Corporate Law from Pontificia Universidad Católica de Chile. He received a grant from the Konrad Adenauer Foundation. He is a Lawyer, Honor Roll of the Universidad Nacional de Asunción, Paraguay. Specialist in Taxes and Procedures at Instituto de Superior de Formación Tributaria y Empresarial, Paraguay. Diploma in Civil and Commercial Law at Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción, Paraguay. Course in Banking Law, from the Universidad Nacional de Asunción. He is a founding partner of Montero, Palazón & Asociados. Practice areas: corporate law, capital markets, mergers and acquisitions, antitrust, equity loan, banking and financial law, labor law, administrative law, tax law, constitutional economic law, strategic planning, and crisis management.

I. LA MAXIMIZACIÓN DE UTILIDADES COMO FINALIDAD DE LAS SOCIEDADES

El concepto de la *maximización de utilidades*, hoy ya clásico, permite medir el funcionamiento de la sociedad y la gestión del directorio. Ante las diversas métricas y objetivos posibles, la maximización de utilidades brinda un criterio tangible, claro y uniforme, aceptado por los accionistas (*shareholders*).¹

Inclusive y con independencia del parámetro utilizado con el fin de verificar la toma de decisiones en una empresa —ya sea *business judgment rule* o la de «buen hombre de negocios»—, la maximización de utilidades servirá para justificar adecuadamente el rumbo tomado por el directorio: es probable que los inversores aprueben la gestión cuando la alternativa escogida generó o era capaz de generar un mayor rendimiento dada la coyuntura existente al momento de la decisión.

Como contrapartida, una decisión unilateral del directorio que se separe de esta regla e implique un menoscabo a los derechos de los accionistas para favorecer a los grupos de interés (*stakeholders*) puede ser catalogada como un incumplimiento del deber fiduciario. De hecho, la ausencia de un criterio orientador en los estatutos puede derivar en problemas de principal-agente, pues se libra al arbitrio del directorio la decisión de *cuál* grupo de interés será beneficiado o protegido en detrimento de la maximización de utilidades.² Por ejemplo, este tipo de conflictos puede aparecer en la empresa cuando, a pesar de la posibilidad de reducir costos, se evita trasladar la fábrica para proteger a los trabajadores locales; o cuando se dilata la sustitución de proveedores estratégicos con capacidad de transformación limitada, soslayando los cambios que exige el mercado.

Este razonamiento o criterio cartabón de la gestión del directorio también se aplica a los países con legislación basada en el sistema jurídico romano-germánico, donde perciben a la sociedad como la unión de personas creada para participar de las pérdidas o ganancias comunes.³ Es innegable la asociación de este concepto con la maximización de utilidades, pues las ganancias tienen una connotación pecuniaria desprendida de otros factores valorizados por los grupos de interés.

¹ Mark J. Roe, «Corporate Purpose and Corporate Competition» (Law Working Paper 601/2021, European Corporate Governance Institute, 13 de julio de 2021).

² Lucian A. Bebchuk, «Competing Views on the Economic Structure of Corporate Law» (documento de trabajo 1.079, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion, 20 de mayo de 2022).

³ Para el ejemplo, no se incluyen las empresas subsidiarias (*wholly owned company*), en las que el cien por ciento del capital pertenece a otra compañía.

2. EL «STAKEHOLDERISMO» COMO CONTRAPESO

Cierta corriente actual⁴ pretende considerar a las personas que, sin ser accionistas o directores, pueden tener o recibir impacto de las actividades de la compañía.⁵ En este punto los matices son importantes, pues los niveles de cohesión o protección van desde la simple colaboración hasta la participación o la injerencia concreta en el directorio.⁶ El nivel de penetración dependerá de lo radical de la postura.

Esto no se trata de un movimiento etéreo o efímero: en 2019 se organizó la Business Roundtable (BR2019), a la cual asistieron los directores generales de las doscientas compañías más representativas de Estados Unidos en diversos sectores, y que buscó redefinir el propósito de las corporaciones.⁷ Con grandes anuncios, la asociación declaró la transformación del «capitalismo de los accionistas» al «capitalismo de los grupos de interés».⁸ Más allá de las controversias sobre si la BR2019 se trató de algo real o solo fue un espectáculo mediático de las corporaciones para aplacar la presión hacia el capitalismo,⁹ la coyuntura global hace que sea necesario al menos considerar los argumentos del «stakeholderismo».

⁴ En realidad, algunos indican que se trata de ciclos binarios constantes que van desde el *capital market completeness* o medidas para la creación de riqueza de los inversores (accionistas y acreedores) y la *policy channeling* de los objetivos sociales y las políticas públicas del Estado (grupos de interés). Por ejemplo, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos y cierta parte de América Latina, en Japón el modelo tradicional actuaba en favor de los grupos de interés (clientes, empleados, proveedores locales, etcétera), hasta que fue modificado por el entonces primer ministro Shinzo Abe hacia un modelo que protege y fomenta el mercado de capitales y la iniciativa privada —proceso que fue conocido como *abonomics*—. Ronald J. Gilson y Curtis J. Milhaupt, «Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling», *Harvard Business Law Review* 12, n.º 1 (2022): 1-54.

⁵ Bebchuk, «Competing...».

⁶ En Alemania se otorga a los trabajadores un lugar en el directorio cuando la empresa tiene más de dos mil empleados. Gilson y Milhaupt, «Shifting...».

⁷ Desde 1972, la Business Roundtable ha liderado la voz de los gerentes en Washington D. C. «About Us», Business Roundtable, <https://www.businessroundtable.org/about-us>.

⁸ David Gelles y David Yaffe-Bellany, «Shareholder Value Is No Longer Everything, Top CEOs Say», *The New York Times*, 19 de agosto de 2019, <https://www.nytimes.com/2019/08/19/business/business-roundtable-ceos-corporations.html>. Maggie Fitzgerald, «The CEOs of Nearly 200 Companies Just Said Shareholder Value Is No Longer their Main Objective», *CNBC*, 19 de agosto de 2019, <https://www.cnn.com/2019/08/19/the-ceos-of-nearly-two-hundred-companies-say-shareholder-value-is-no-longer-their-main-objective.html>.

⁹ Lucian A. Bebchuk y Roberto Tallarita, «The Illusory Promise of Stakeholder Governance», *Cornell Law Review* 106 (2020): 91-178. De hecho, la mayoría de las compañías participantes no implementaron acciones adicionales y solo se limitaron a la firma del acuerdo. Al ser consultadas, palabras más palabras menos, indicaron que en la práctica la BR2019 no implica un cambio en sus políticas respecto a los grupos de interés; tampoco se establecieron métricas o indicadores para medir la gestión del directorio en ese sentido.

Para algunos basta con un simple alineamiento con los intereses de los accionistas, según el cual en caso de conflicto estos deben primar; mientras que otros proponen el otorgamiento de cupos o espacios en el directorio y además una suerte de preferencia, de manera que en situaciones de colisión primen los intereses de los grupos de interés. Cabe destacar que cualquier esfuerzo en favor de esta corriente puede repercutir en la competitividad de la empresa dentro del mercado; por ello, es necesario evaluar las medidas con cautela.

Otra observación importante es el método para definir quiénes son los principales grupos de interés relacionados con las operaciones de la compañía, ya que esto permitirá determinar un rango de prioridad.¹⁰ Cada realidad es distinta y las posiciones más radicales (cupos en el directorio o preferencia en caso de colisión con los accionistas) instauran soluciones utópicas que tropiezan con la grave dificultad del método de contrapeso o la prevalencia de los distintos intereses, la forma de designación y la representación de los diversos grupos.

También es importante destacar la necesidad de establecer métricas al directorio para verificar el cumplimiento de las políticas a favor de los grupos de interés. Si la base variable de la remuneración percibida por ellos se fundamenta en objetivos maximizadores de utilidades (acciones, bonos), es obvio el resultado que se generará. La armonización de incentivos es fundamental.

3. MAC Y ANÁLISIS DE COSTO-BENEFICIO

No existe una fórmula perfecta para contemplar de manera adecuada todas las aristas de una situación, pero se debe comenzar por algún lugar. Sin duda, algunos eventos de alto impacto para la compañía pueden nacer de situaciones que guardan relación con los grupos de interés, lo que hace necesario diseñar mecanismos capaces de anticipar o prevenir el impacto dentro de lo posible.

Como el capital proviene o provendrá en su mayoría de la generación de los *millennials*, las empresas deben ser receptivas a este tipo de posiciones.¹¹ Otra arista importante constituye un riesgo latente que las empresas deben mitigar: regulaciones que impongan medidas generales para corregir asimetrías, sin considerar las características de cada una. Las reglas de gobierno corporativo tienen un importante rol en la canalización de efectos o situaciones cuando los mercados no son competitivos, pues estos muchas veces no pueden

¹⁰ Por ejemplo, acreedores, proveedores, trabajadores, clientes, gobierno, comunidades o grupos de interés. La lista puede ser muy larga.

¹¹ Aneil Kovvali, «Stark Choices for Corporate Reform», *Columbia Law Review* 123, n.º 3 (2022): 737-742.

evaluar de forma adecuada la probabilidad de reformas regulatorias, mientras que solo la empresa posee información que permite valorar su verdadero impacto.¹²

Para enfrentar estos desafíos, algunos consideran necesaria una voz interna en las compañías que permita considerar y balancear los intereses de los grupos de interés.

3.1. Las cláusulas MAC

Las *cláusulas de efecto material adverso* (MAC, del inglés *material adverse change clauses*) buscan prevenir aspectos internos y externos o exógenos de la relación (por ejemplo, grupos de interés). Existen figuras con raíces similares pero efectos distintos: la teoría de la *imprevisión*, en que las partes no determinan los eventos generales y extraordinarios que afectan al contrato; o la *fuera mayor*, la cual requiere que la ejecución resulte imposible para desencadenar sus efectos. Sin embargo, ambas exigen un previo debate o aprobación sobre la validez antes de avanzar al análisis del hecho en sí. Por otra parte, en las cláusulas MAC son las partes quienes establecen los hechos que repercuten en el alea normal del contrato y, por ende, son susceptibles de producir los efectos acordados.

Las cláusulas MAC pueden utilizarse para regular situaciones vinculadas a los grupos de interés. Muestra de ello es el efecto contractual del escándalo #MeToo,¹³ cuando las MAC incorporaron con mayor frecuencia las «#MeToo Representations» o «Weinstein clauses» en operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A, del inglés *mergers and acquisitions*): la compañía que será adquirida (*target*) debe garantizar que, a la fecha de cierre, no existen demandas o conductas inapropiadas de los oficiales o ejecutivos relevantes de la compañía.¹⁴ Esta cláusula apareció por primera vez en el 2018, y para el 2019 fue aceptada en 39 operaciones públicas.¹⁵ El alcance del blindaje puede ser discutible, dadas las características del escándalo y los períodos reclamados, pero lo importante es advertir la existencia de un método para balancear y distribuir riesgos.

¹² Kovvali, «Stark...», 745-749.

¹³ Más de ochenta mujeres, entre ellas famosas actrices, acusaron al productor de cine Harvey Weinstein de acoso sexual o violación. Un tribunal de Nueva York lo declaró culpable y lo condenó a 23 años de cárcel. Courtney Tenz y Nikolas Fischer, «#MeToo y Harvey Weinstein: Crónica de un escándalo», *DW*, 10 de marzo de 2020, <https://www.dw.com/es/metoo-y-el-caso-harvey-weinstein-crónica-de-un-escándalo/a-5271233>.

¹⁴ Matthew Jennejohn, Julian Nyarko y Eric L. Talley, «Contractual Evolution», *University of Chicago Law Review* 89 (2021): 951-954.

¹⁵ Jennejohn, Nyarko y Talley, «Contractual Evolution», 951 - 954.

Independiente del evento (contingencia reputacional, ambiental, financiera, etcétera), para que la cláusula sea gatillada en una operación de fusión y adquisición el comprador debe desconocer el riesgo, y el efecto en las finanzas de la *target* debe ser sustancialmente negativo, no transitorio o temporal; extremos que también pueden ser negociados y modificados a través del contrato. Así, la garantía puede funcionar como condición resolutoria de toda la operación, con la absorción íntegra del vendedor de las consecuencias, mediante descuento del precio en función del impacto (renegociación) o colaterales adecuados que permitan una rápida ejecución. En la práctica, la admisión de que un evento sea susceptible de generar una ruptura por estar incluido bajo el alcance de las cláusulas MAC requiere un elevado estándar de análisis, lo cual puede ser un problema al momento de exigir el cumplimiento. Por ejemplo, y salvo pocas excepciones, las cortes de Delaware y Canadá calificaron al covid-19 como un evento no MAC¹⁶ en operaciones de M&A, y solo aceptaron la ruptura en ciertas situaciones, cuando la *target* se alejó significativamente del curso ordinario de negocios en el período comprendido entre la firma y el cierre (que coincidió con la pandemia).¹⁷

Con la aparición de los criterios ESG (del inglés *environmental, social and governance*), los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo se han vuelto relevantes a la hora de invertir o hacer negocios con una empresa; y en esa sintonía, las cláusulas MAC también pueden aplicarse para regular los contratos con proveedores o clientes, no solo en operaciones de M&A. A modo ilustrativo —y aunque hoy pretenda generar un cumplimiento colaborativo—, con el proyecto Gigatón, la corporación Walmart busca eliminar mil millones de toneladas de gases de efecto invernadero de la cadena de suministro para el 2030.¹⁸ Nada impide utilizar a las cláusulas MAC en un contexto similar, en el que la amenaza de ruptura contractual en caso de incumplimiento o modificación de condiciones preexistentes —incluso por factores externos— sirva para persuadir al proveedor a

¹⁶ Gail Weinstein y David A. Cooperstein, «A Proposed Postpandemic Framework for Ordinary Course and MAE Provisions in Merger Agreements: Reviewing Recent Market Practice Changes and Addressing Skewed Incentives», *The Yale Law Journal* 131 (2022): 1.066-1.068. Muchas veces las cortes presentaron análisis subjetivos, principalmente basados en el impacto a largo plazo del covid-19. Este riesgo también se encuentra en la evaluación de la imposibilidad al aplicar la doctrina del caso fortuito o fuerza mayor en las relaciones jurídicas, bajo la óptica del sistema jurídico romano-germánico.

¹⁷ Weinstein y Cooperstein, «A Proposed...», 1.061-1.066. En general, todo depende de la forma en que esté definido el curso ordinario de negocios: consistente con prácticas pasadas, esfuerzos razonables, establecer acciones concretas permitidas o prohibidas, o sujetarla a un comportamiento estándar de la industria. Bajo esa óptica será juzgado el evento.

¹⁸ «Proyecto Gigatón», Por un Planeta Mejor, Walmart México y Centroamérica, <https://porunplanetamejor.com.mx/nuestro/proyecto-gigaton/>; citado en Kovvali, «Stark...», 745-749.

realizar esfuerzos de sostenibilidad. Para ello, bastará que el contrato con el proveedor declare o reconozca que ciertas variaciones (reputacionales, ambientales, o financieras) pueden constituir un evento MAC y, por ende, derivar en la consecuencia estipulada en el contrato (ruptura, multa, garantía, etcétera).

En el caso de los clientes aplica la misma mecánica. De hecho, en los préstamos es usual el vencimiento anticipado de toda la deuda ante el incumplimiento de compromisos de naturaleza ambiental o social, lo cual puede ser instrumentado a través de una cláusula MAC.¹⁹

¹⁹ Algunos ejemplos de cláusulas contractuales en operaciones de préstamos:

«Incidente ambiental y social” significa cualquier incidente de naturaleza ambiental o de salud y seguridad ocupacional o comunitaria (incluyendo cualquier explosión, derrame o accidente que resulte en muerte, lesiones graves o múltiples o contaminación ambiental) o cualquier incidente de naturaleza social (incluyendo cualquier malestar laboral violento o disputa con comunidades locales), que en cada caso ocurra en o cerca de cualquier sitio, planta, equipo o instalación del prestatario y/o un subprestatario, o cualquier protesta o petición significativa por parte de trabajadores o miembros de la público dirigido o relacionado con el negocio del prestatario y/o de un subprestatario, y en cada caso que tenga o sea razonablemente probable que tenga un *efecto material adverso*, o que tenga un impacto material negativo en el medioambiente, la salud y la seguridad situación, o contexto social y contexto cultural, o que se ha vuelto o es probable que se convierta en conocimiento público a través de la cobertura de los medios de comunicación o de otro modo.

“Leyes ambientales y sociales” significa cualquier ley o reglamento aplicable que se relacione con:

a) la contaminación o la protección, conservación o mejora del medio ambiente; b) la generación, manipulación, almacenamiento, uso, liberación o derrame de cualquier sustancia (incluidos los desechos) que, sola o en combinación con cualquier otra, sea capaz de causar daño al medioambiente; o c) i) las condiciones del lugar de trabajo, las normas laborales relativas a la promoción de la salud y la seguridad y la regulación de las relaciones laborales (entre el gobierno, los empleadores y los empleados) y los derechos de los trabajadores (no discriminación, libertad de asociación y negociación colectiva), ii) la protección de la salud y la seguridad ocupacional y pública, iii) la protección y regulación de la propiedad de los derechos sobre la tierra (tanto formales como tradicionales), bienes inmuebles y derechos de propiedad intelectual y cultural, iv) la regulación de participación pública, v) la protección y el empoderamiento de los pueblos indígenas o grupos étnicos, vi) el respeto de la igualdad étnica y de género y la contención de prácticas discriminatorias, vii) la protección, restauración y promoción del patrimonio cultural, o viii) todas las demás leyes, normas y reglamentos que prevean la protección de empleados y ciudadanos.

3.2. El análisis costo-beneficio

Por otro lado, el análisis costo-beneficio es muy utilizado en las empresas para evaluar proyectos o eventos, entre los cuales pueden incluirse situaciones de potencial conflicto. Haciendo un símil, con la Executive Order 12.866 se pretende evitar una colisión de criterios orientadores en las instituciones estatales, ya sea interna o externamente, en su relacionamiento con otras entidades públicas. Como sabemos, los Gobiernos deben realizar este tipo de evaluaciones de manera constante, pues tienen enfrente una mayor cantidad de grupos de interés que las empresas y poseen una regla distinta, orientada a

No se ha iniciado ni está amenazado ningún reclamo ambiental y social contra él o (a su leal saber y entender tras haber realizado una investigación debida y cuidadosa) cualquier subprestatarario. No ha ocurrido ni continúa ningún incidente ambiental y social relacionado con él o (a su leal saber y entender tras haber realizado una investigación debida y cuidadosa) con un subprestatarario.

El prestatario deberá informar prontamente al prestamista por escrito con respecto a sí mismo y (a su leal saber y entender (tras haber realizado una investigación debida y cuidadosa) a cada subprestatarario de: a) los detalles de cualquier reclamación ambiental y social contra el prestatario o cualquier subprestatarario, en cada caso que esté vigente, pendiente o amenazado o que sea razonablemente probable que esté pendiente o amenazado; b) los detalles de cualquier reclamo relacionado con el cumplimiento por parte del prestatario o de cualquier subprestatarario de cualquier requisito ambiental y social, cuyo reclamo esté i) bien fundamentado, ii) tenga o sea razonablemente probable que genere una cobertura mediática sustancial, o iii) tiene o es razonablemente probable que tenga un efecto adverso en la reputación del prestamista o del prestatario; y c) los detalles de cualquier incidente ambiental y social relacionado con el prestatario o cualquier subprestatarario, junto con, en cada caso, una especificación de la naturaleza del incidente ambiental y social y los efectos dentro y fuera del sitio de dicho evento y detalles de cualquier acción que el prestatario o (si corresponde) el subprestatarario correspondiente proponga tomar para remediar el incidente ambiental y social; y mantendrá al prestamista informado sobre cualquier progreso con respecto a dicha acción correctiva.

El prestamista puede modificar, variar y/o complementar la lista de estándares de sostenibilidad establecida en la parte A de este anexo 1 de vez en cuando (incluso eliminando o eliminando un estándar de sostenibilidad de la lista establecida en la parte A (lista de estándares de sostenibilidad) de este anexo 1 (subpréstamos) si, debido a un cambio en las circunstancias, el prestamista opina que puede incurrir en daños a la reputación o problemas de integridad si continúa proporcionando financiamiento con respecto a las normas de sostenibilidad pertinentes (una “Enmienda a las normas de sostenibilidad”)).».

maximizar el impacto en el bienestar de la población²⁰ —con excepción de las empresas públicas, obviamente—.

De esta manera, si el Departamento de Transporte de Estados Unidos desea adoptar un nuevo estándar de seguridad en vehículos que impondrá un costo de USD 9 por vehículo y salvará una vida por cada millón de vehículos en circulación (por ejemplo, una cámara de seguridad trasera), es altamente probable que dicho costo sea trasladado por los fabricantes a los consumidores. Así, para hacer fáciles las matemáticas, digamos que la agencia establece un valor de USD 10 millones a cada vida; por tanto, como los beneficios en dólares superan a los costos en dólares, el análisis costo-beneficio favorece la regulación.²¹

Un razonamiento similar puede aplicarse en medidas medioambientales a favor de consumidores u otros grupos de interés. Será muy importante la métrica adoptada para no generar incentivos contradictorios, pues los métodos actuales permiten consolidar el impacto de manera global o matizarlo en función de cada grupo de individuos. El costo-beneficio clásico no distingue entre el valor que cada persona otorga a un evento —generando un costo uniforme para todos—, mientras que las variables más actuales separan los grupos a fin de equilibrar el resultado.²² Veamos un ejercicio: si el Gobierno deseara establecer una regla que mejore la calidad del aire fijando mayores costos a las empresas genera-

²⁰ La *paradoja de Arrow* —llamada así en honor a su fundador, el economista Kenneth Arrow— es también conocida como el *teorema de la imposibilidad*; su formulación muestra que es imposible que las elecciones sociales, al contrario que las individuales, cumplan ciertos criterios de racionalidad y, al mismo tiempo, se respeten unos principios democráticos básicos. Supongamos tres personas, A, B y C, y un pastel que van a repartirse entre los tres. Se plantean cuatro opciones de distribución que cada persona debe escoger: 1) la mitad para A y la mitad para B, nada para C; 2) la mitad para B y la mitad para C, nada para A; 3) la mitad para C y la mitad para A, nada para B; 4) el pastel se reparte en tres partes iguales para A, B y C. Si las tres personas ordenan sus preferencias buscando obtener la mayor parte posible de la tarta, la opción 4), más equitativa para un observador neutral, quedaría en penúltima posición de todas ellas, ya que cada persona elegiría primero las opciones que maximizan su parte. A, por ejemplo, ordenaría las opciones: 1) o 3), luego 4) y luego 2); B lo haría: 1) o 2), luego 4) y luego 3); y C, a su vez, lo haría: 2) o 3), luego 4) y luego 1). Si agregamos todas las decisiones individuales para tratar de determinar el óptimo del conjunto, vemos que todas las opciones tienen la misma ponderación. Por tanto, la decisión colectiva daría un empate y haría imposible una decisión colectiva coherente y racional como resultado agregado de las elecciones individuales. José Francisco López, «Paradoja de Arrow», Economipedia, 10 de junio de 2019, <https://economipedia.com/definiciones/paradoja-de-arrow.html>.

²¹ Daniel Hemel, «Regulation and Redistribution with Lives in Balance», *University of Chicago Law Review* 89, n.º 3 (2022): 651-663.

²² Hemel, «Regulation...», 672-678.

doras de energía, estas luego las trasladarán a los consumidores (aumento de precio); el impacto en ellos y su conducta posterior variará según el ingreso actual (bajo o alto) y la capacidad de generarlos (baja o alta). Las personas con bajos ingresos y baja capacidad para generarlos carecerán de opciones, pero usarán menos energía —ahorro que también redundará en beneficios para el medioambiente—, mientras que las personas de bajos ingresos y alta capacidad de generarlos pueden escoger entre trabajar más para incrementar sus ingresos o mantenerse igual.²³ El bienestar general (calidad del aire) mejorará, pero se incrementará la carga sobre las personas con bajos ingresos, extremo que también debe ser evaluado. La *compensación total* generada en la eficiencia de Kaldor-Hicks conlleva a este tipo de resultados.²⁴

¿Cómo aplicamos esto a las sociedades? Fortaleciendo los procesos de toma de decisión. Las variables deben ser adecuadas a cada realidad, pero lo importante es reconocer y atribuir un valor a los riesgos.

Imaginemos una inversión que dependa de las regulaciones del combustible fósil o la energía nuclear: si el escenario normativo es favorable tendrá ganancias operativas y alcanzará el punto de equilibrio en seis años; en cambio, si el escenario normativo es desfavorable, el proyecto tendrá pérdidas y no alcanzará el punto de equilibrio.²⁵ Dependiendo de la coyuntura política, la compañía puede anticipar los escenarios al menos hasta el próximo período presidencial, lo cual probablemente genere al menos tres posiciones: i) cautela, basada en la incertidumbre de la elección, trazando un camino intermedio de la inversión; ii) acción preventiva, cambiar el comportamiento —o la decisión— antes de que la regulación cambie, lo que a su vez puede acelerar el impacto de modificaciones potenciales en la regulación; iii) persistir en la inversión original.²⁶ Una vez admitida y cuantificada la contingencia, será posible establecer medidas preventivas o correctivas adecuadas con los grupos de interés afectados: si se trata de eventos con proveedores, incrementando los mecanismos de selección y control;²⁷ o, cuando los consumidores sean afectados, fijando

²³ Hemel, «Regulation...», 672-678.

²⁴ La eficiencia de Pareto ocurre cuando al menos una de las partes se beneficia y nadie sale peor. Kaldor Hicks afirma que una decisión puede ser más eficiente, siempre que haya una ganancia neta para la sociedad, permitiendo que cualquier perdedor potencial sea compensado con la ganancia neta. «Kaldor-Hicks Efficiency», Economics Help, <https://www.economicshelp.org/blog/glossary/kaldor-hicks/>.

²⁵ Kovvali, «Stark...», 746-752.

²⁶ Kovvali, «Stark...», 746-752.

²⁷ Los fabricantes usualmente establecen facultades de fiscalizar a los proveedores para verificar desde las condiciones de trabajo hasta los procesos productivos; por ejemplo, en alimentos, los insumos a utilizar en los vegetales y animales o las condiciones de faenamiento de estos últimos.

medidas para identificar a tiempo los focos de conflicto. Esta medida también puede servir para anticipar regulaciones externas a través de cambios en la conducta corporativa.²⁸

No se trata de una quimera, pues cuando algo sale mal todos buscan culpables. El éxito del fondo de cobertura activista Engine No. 1 para desbancar a los miembros de la junta directiva de Exxon puede ser un ejemplo útil: la estrategia de la empresa de duplicar la apuesta por los combustibles fósiles haciendo grandes inversiones en producción dio lugar a pérdidas importantes, superiores a USD 20.000 millones solo en 2020, en especial durante la pandemia de covid-19. Engine No. 1 pudo persuadir a una coalición de accionistas para eliminar a varios directores y reemplazarlos con nuevos candidatos enfocados en la transición de la empresa hacia tecnologías más limpias, la cual tendría éxito cuando los precios del petróleo bajen o los reguladores sean más agresivos.²⁹

Como las compañías enfrentan este tipo de disyuntivas de forma frecuente, debemos intentar establecer un método de evaluación. En ese sentido, la fórmula usual del análisis de costo-beneficio es:

$$\text{Valor costo-beneficio} = \frac{\text{Beneficios netos}}{\text{Costos netos}}$$

Dentro de los costos, sería recomendable otorgar una escala de grupos de interés para considerar el impacto de la situación en la sociedad. A fin de graficar el concepto, digamos que los proveedores, acreedores y consumidores serían los actores principales, mientras que los actores secundarios que afectan a la empresa podrían ser el Gobierno central (fisco), el gobierno local, los trabajadores y las organizaciones ambientales. Luego, podemos asignar un valor referencial a cada uno: a los actores principales asignamos el 0,5 % de los costos netos, mientras que a los secundarios asignamos el 0,25 %. Nada impide establecer valores reales si existen datos concretos. Por ejemplo: medidas ambientales o de seguridad por encima de las exigencias legales, que luego serán trasladadas al precio o absorbidas por la sociedad.

En situaciones complejas, es probable que exista una colisión de intereses entre los distintos grupos de interés vinculados. El establecer valores objetivos permitirá obtener una perspectiva global en la decisión: lo que favorece a los consumidores (+0,5 %) y al fisco (+0,25 %) puede menoscabar la posición de los proveedores (-0,25 %) y las organizaciones ambientales (-0,5 %), con lo cual se tendrá un efecto neutro.

Entonces, la fórmula del análisis de costo-beneficio tendrá una pequeña variante:

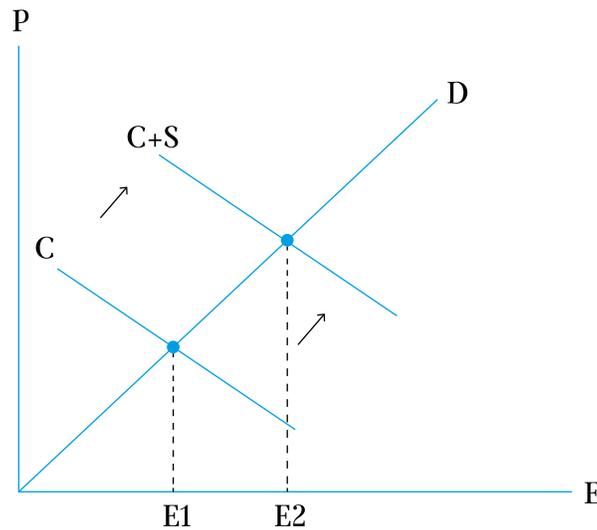
²⁸ Kovvali, «Stark...», 745-749.

²⁹ Kovvali, «Stark...», 746-752.

$$\text{Valor costo-beneficio} = \frac{\text{Beneficios netos (directos + grupos de interés)}}{\text{Costos netos (directos + grupos de interés)}}$$

Con esto, se pretende generar un efecto pigouviano³⁰ en la toma de decisiones (figura 1). De esta manera, se busca que la información no esté dispersa y, por el contrario, sea internalizada por la empresa al momento de la toma de decisiones. Se trata de otorgar una herramienta para mejorar el análisis de la coyuntura asociada a la compañía, en lugar de predecir un resultado específico.

Figura 1. Implicancias y efectos de la toma de decisiones



D= Decisión E= Efecto P= Precio C= Costo S= Grupos de interés (*stakeholders*)

Existe otra ventaja en diseñar mecanismos internos de decisión: facilitar la tarea del regulador. Así, si una compañía posee tecnología de control de la contaminación que reduce sus emisiones significativamente por debajo de normas jurídicas existentes, hace más probable que el regulador tome medidas para evaluar los costos y beneficios de imponer un estándar más estricto, pues los costos y la viabilidad del cumplimiento ya fueron generados y probados.³¹ Por su parte, la propia compañía tendrá un incentivo económico para

³⁰ Los *impuestos pigouvianos*, llamados así en honor al economista británico Arthur Pigou, son impuestos que pretenden corregir externalidades negativas. Este razonamiento puede aplicarse al *trade off* entre accionistas y grupos de interés. David López Cobia, «Impuestos pigouvianos», Economipedia, 1 de septiembre de 2020, <https://economipedia.com/definiciones/impuestos-pigouvianos.html>.

³¹ Kovvali, «Stark...», 735-737.

alentar a los reguladores a tomar medidas, puesto que así obligaría a los competidores a realizar inversiones costosas similares.³²

No debemos olvidar el otro lado de la moneda, pues también existirán accionistas que consideren irrelevantes las pérdidas de una granja en Bangladesh, y reguladores o grupos de interés que intenten imponer una posición contraria. En 2020, el Departamento de Trabajo de Estados Unidos emitió una norma en la que establecía que las fiduciarias de retiro y los fondos de pensiones solo podrían tomar decisiones de inversión basadas en factores pecuniarios, mientras que los factores no pecuniarios solo podrían ser considerados como criterio de desempate.³³

Así, la mecánica sugerida en este artículo permite contrapesar los distintos intereses en juego, reconociendo que es difícil alcanzar un criterio uniforme. El secreto radica en incluir y balancear de manera adecuada todas las posiciones antes de decidir.

4. LIMITACIONES Y CONCLUSIONES

La implementación del enfoque planteado en la sección anterior puede presentar algunas dificultades prácticas. Por ejemplo, en caso de controversia, existe cierta *deferencia* jurisprudencial a no aplicar las cláusulas MAC para eventos no previstos expresamente en el contrato, hecho que le resta efectividad e implica adentrarse a una casuística interminable —y costosa— durante la negociación. Es muy difícil prever e incluir todo.

Los enunciados generales como «cualquier situación directa o indirecta que...» generan resistencia. A mayor ambigüedad o indeterminación, mayor rigurosidad al evaluar el nexo causal y finalmente subsumir el hecho posterior en la cláusula MAC.

La aplicación del análisis costo-beneficio tampoco es pacífica. Puede ocurrir que se implementen variables simétricas al utilizar un mismo valor referencial a los beneficios y a los costos,³⁴ circunstancia que puede generar resultados arbitrarios. Así, el traslado de una fábrica beneficia al pueblo receptor (0,5 %) en la misma medida que perjudica a los habitantes de la sede actual (0,5 %), extremos que generan un resultado neutro.

Para evitarlo, es importante que sean objetivas tanto la escala como los valores asignados a cada grupo de interés. Otra opción es desglosar el problema mediante subtemas que permitan evaluar toda la situación:

³² Kovvali, «Stark...», 735-737.

³³ Kovvali, «Stark...», 749-753, 757-759.

³⁴ Hemel, «Regulation...», 678-684.

pueblo receptor a)
 infraestructura: _ %
 calificación de mano de obra _ %;
 idiosincrasia, temperamento, carácter, conflictividad: _ %.

Ante escenarios como el retiro (*recall*) de productos defectuosos, la implementación de medidas ambientales o de seguridad en la empresa o similares, el análisis costo-beneficio puede agravar la posición de la compañía. Para evitarlo, en los países que admiten daños punitivos el análisis deberá limitarse a evaluar situaciones que no constituyan un factor para establecer el nexo causal de la responsabilidad derivada o impliquen incumplir un deber legal, como proyectos, acuerdos, etcétera.

También resulta importante evitar falsas expectativas sobre el alcance. El resultado no busca tener efectos redistributivos de las inequidades en ingresos que existen en la comunidad, pues se trata de las actividades de entidades privadas, y solo pretende de alguna manera sentar las bases para integrar la externalidad de una actividad. El Estado, según sus lineamientos y a través de los impuestos, debe lograr esa transferencia de un sector a otro con más necesidad.³⁵

Por último, este ensayo pretende otorgar herramientas para mejorar el análisis de la coyuntura asociada a la empresa, en lugar de predecir un resultado específico. El derecho debe ser dinámico y la modernidad hoy requiere que las sociedades tengan en cuenta las externalidades que provocan con su actividad. El clásico concepto de maximización de utilidades, que compartimos, hoy no puede sustraerse de hechos que tienen una alta probabilidad de repercutir en la empresa.

Esto se logra instalando un debate para intentar corregir la situación durante el proceso interno de toma de decisiones o mediante las cláusulas MAC, que pueden ser de gran ayuda, observando siempre las limitaciones derivadas del rol de la empresa y los riesgos del análisis costo-beneficio. ■

³⁵ Hemel, «Regulation...»; Steven Shavell, «A Note on Efficiency vs. Distributional Equity in Legal Rulemaking: Should Distributional Equity Matter Given Optimal Income Taxation?», *American Economic Review* 71, n.º 2 (1981): 671-678.

BIBLIOGRAFÍA

-
- Bebchuk, Lucian A. «Competing Views on the Economic Structure of Corporate Law». Documento de trabajo 1.079, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion, 20 de mayo de 2022. doi: [10.2139/ssrn.4115819](https://doi.org/10.2139/ssrn.4115819)
 - Bebchuk, Lucian A. y Roberto Tallarita. «The Illusory Promise of Stakeholder Governance». *Cornell Law Review* 106 (2020): 91-178. doi: [10.2139/ssrn.3544978](https://doi.org/10.2139/ssrn.3544978)
 - Gilson, Ronald J. y Curtis J. Milhaupt. «Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling». *Harvard Business Law Review* 12, n.º 1 (2022): 1-54. https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2705
 - Hemel, Daniel. «Regulation and Redistribution with Lives in Balance». *University of Chicago Law Review* 89, n.º 3 (2022): 649-734. <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol89/iss3/2/>
 - Jennejohn, Matthew, Julian Nyarko y Eric L. Talley. «Contractual Evolution». *University of Chicago Law Review* 89 (2021): 901-978. doi: [10.2139/ssrn.3810214](https://doi.org/10.2139/ssrn.3810214)
 - Kovvali, Aneil. «Stark Choices for Corporate Reform». *Columbia Law Review* 123, n.º 3 (2022): 693-760. <https://columbialawreview.org/content/stark-choices-for-corporate-reform/>
 - Roe, Mark J. «Corporate Purpose and Corporate Competition». European Corporate Governance Institute, Law Working Paper 601/2021, 13 de julio de 2021. doi: [10.2139/ssrn.3817788](https://doi.org/10.2139/ssrn.3817788)
 - Shavell, Steven. «A Note on Efficiency vs. Distributional Equity in Legal Rulemaking: Should Distributional Equity Matter Given Optimal Income Taxation?». *American Economic Review* 71, n.º 2 (1981): 414-418. <https://dash.harvard.edu/handle/1/41426672>
 - Weinstein, Gail y David A. Cooperstein. «A Proposed Postpandemic Framework for Ordinary Course and MAE Provisions in Merger Agreements: Reviewing Recent Market Practice Changes and Addressing Skewed Incentives». *The Yale Law Journal* 131 (2022): 1.047-1.105. <https://www.yalelawjournal.org/forum/a-proposed-postpandemic-framework-for-ordinary-course-and-mae-provisions-in-merger-agreements-reviewing-recent-market-practice-changes-and-addressing>