

Working Paper
Septiembre de 2026

Introducción avanzada al Análisis Económico del Derecho de Sociedades y del Gobierno Corporativo

An Advanced Introduction to the Economic Analysis of Corporate Law and Corporate Governance

Felipe Javier Castro Azócar¹

Universidad Autónoma de Madrid / Universidad Diego Portales

Resumen. Este trabajo ofrece una introducción avanzada al Derecho de Sociedades y al Gobierno Corporativo desde el enfoque del Análisis Económico del Derecho (en adelante AED). Se sostiene que las preguntas clásicas de la disciplina (por qué existe la sociedad, qué es, a quién debe servir, quién la supervisa y cómo se disciplina a quienes la administran) admiten respuestas más precisas cuando se formulan con herramientas de la teoría de juegos, la teoría de la agencia, la lógica y la teoría financiera. Cada tesis jurídica se acompaña de un modelo simple y de ejemplos numéricos. En su última parte, el trabajo incorpora los aportes del análisis conductual del Derecho y concluye que éstos no desplazan al modelo de elección racional, sino que lo precisan.

Palabras clave: Análisis Económico del Derecho; Derecho de Sociedades; Gobierno Corporativo; interés social; teoría de juegos; análisis conductual.

Abstract. This paper offers an advanced introduction to Corporate Law and Corporate Governance from a Law and Economics perspective. It argues that the discipline's classic questions (why the corporation exists, what it is, whom it should serve, who monitors it, and how those who manage it are held accountable) admit more precise answers when framed with the tools of game theory, agency theory, logic, and financial theory. Each legal thesis is accompanied by a simple model and numerical examples. In its final part, the paper incorporates the contributions of behavioral law and economics and concludes that they do not displace the rational choice model but rather refine it.

Keywords: Law and Economics; Corporate Law; Corporate Governance; corporate interest; game theory; Behavioral Law and Economics.

¹ Abogado. Doctorando en Derecho, Universidad Autónoma de Madrid. Máster en Análisis Económico del Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Licenciado en Derecho, Universidad Finis Terrae. Profesor de Derecho de Sociedades, Universidad Diego Portales. Correo electrónico: felipejcastroa@gmail.com.

I. Introducción

Se ha señalado que el AED “se ha convertido en una de las principales herramientas para la difusión y desarrollo de las diversas disciplinas en que se divide el Derecho Mercantil” (Reyes Villamizar, 2012). En efecto, en esta área todavía conservan vigencia los presupuestos más tradicionales del AED, como lo son la eficiencia y la maximización de la riqueza como valor central del ordenamiento jurídico. Si bien el enfoque genera todavía anticuerpos en algunos círculos académicos (sobre todo en los de países de tradición civil latina), incluso el más escéptico reconocería que, en lo que al Derecho de Sociedades respecta, parece imposible o al menos muy difícil prescindir de él.

El Derecho de Sociedades, en efecto, no puede entenderse sin la teoría económica. La legislación, la jurisprudencia e incluso la dogmática tradicional hacen análisis económico al abordar los problemas societarios, aunque no siempre lo adviertan². Es en el estudio de la sociedad donde más se manifiesta la interdependencia entre Derecho y Economía, tanto al construir y explicar su “naturaleza”³ como su finalidad. Y el Gobierno Corporativo se presta especialmente a este análisis, toda vez que las tensiones inherentes al diseño de las estructuras de poder de las sociedades mercantiles (especialmente las abiertas o cotizadas) pueden comprenderse mejor atendiendo a cómo las normas jurídicas interactúan con los incentivos económicos y las relaciones de agencia.

El trabajo que se presenta se divide en tres partes. La primera (sección II) examina por qué existe la sociedad y qué es, desde la teoría de juegos cooperativos, los costes de transacción y de agencia y el análisis lógico de los conceptos. La segunda (sección III) aborda el Gobierno Corporativo en torno a tres ejes: los paradigmas del interés social, la supervisión, y los incentivos y la responsabilidad. La tercera (sección IV) somete estos modelos a la crítica del análisis conductual del Derecho. La sección V concluye.

II. La sociedad: por qué existe y qué es

1. *¿Por qué cooperar? El excedente cooperativo*

Desde un punto de vista amplio, el Derecho de Sociedades aparece cuando un grupo de personas acuerda realizar una actividad conjunta. ¿Por qué querrían hacerlo en común y no por separado? Porque (y aquí entra el AED) de ese modo es más eficiente. Si A, B y C producen en común un bien o servicio X, obtienen un resultado mejor que si cada uno lo produjera por su cuenta. Ésa es la justificación económica de la sociedad; la jurídica reside en que estos modelos son instituciones de cooperación humana.

La teoría de juegos cooperativos permite formular esta intuición con precisión. Sea $N = \{A, B, C\}$ el conjunto de agentes y $v(S)$ el valor que puede producir cualquier coalición

² Como ocurre con el desarrollo del problema de agencia en los manuales universitarios.

³ Las comillas obedecen a que hablar de la “naturaleza” de una institución jurídica supone emplear un lenguaje metafísico impropio de algo creado por los propios seres humanos.

$S \subseteq N$ (la función característica del juego). La sociedad tiene sentido económico si el juego es superaditivo respecto de la coalición total:

$$v(N) > v(\{A\}) + v(\{B\}) + v(\{C\})$$

La diferencia $\Delta = v(N) - \sum_i v(\{i\})$ es el excedente cooperativo: la riqueza que sólo existe porque hay sociedad. Si cada uno produce 10 por separado y juntos producen 45, $\Delta = 15$. Sus fuentes habituales son las economías de escala, la complementariedad de los aportes (el capital de A vale más combinado con el conocimiento técnico de B) y la especialización.

2. Repartir el excedente: la estabilidad de la sociedad

La superaditividad es condición necesaria, no suficiente. El reparto $x = (x_A, x_B, x_C)$ debe además ser estable: ningún socio (por sí solo o junto con otros) debe preferir retirarse. Formalmente, el reparto debe pertenecer al núcleo (*core*) del juego:

$$\sum_{i \in N} x_i = v(N) \quad \text{y} \quad \sum_{i \in S} x_i \geq v(S) \quad \forall S \subset N$$

La primera condición exige repartir todo lo producido; la segunda, que ningún grupo de socios reciba menos de lo que podría obtener por su cuenta.

Manteniendo $v(\{i\}) = 10$ y $v(N) = 45$, pueden considerarse dos escenarios. En el primero, cualquier pareja produce 28 sin el tercero; el reparto igualitario (15,15,15) está en el núcleo, pues cada socio recibe más que solo (15 frente a 10) y cada pareja más que sin el tercero (30 frente a 28). En el segundo, A y B producen 38 sin C. Para retenerlos, el reparto debe darles al menos 38, lo que deja a C con 7 como máximo, menos de los 10 que obtiene solo. El núcleo está vacío: aunque la coalición total es superaditiva respecto de los socios individuales, la sociedad a tres no es viable.

Buena parte del Derecho de Sociedades (reglas de reparto de beneficios, derecho de separación, cláusulas de salida, pactos de permanencia) puede leerse como un conjunto de reglas que estabilizan el reparto del excedente o que gestionan la salida cuando ese reparto deja de ser estable.

3. El problema del polizón: por qué hace falta una organización

Que la cooperación sea eficiente no garantiza que ocurra. Supóngase que cada socio decide si esforzarse ($e_i = 1$) o no ($e_i = 0$); el esfuerzo le cuesta 1 y aumenta la producción total en 1,5, que se reparte por partes iguales entre los tres. Si todos se esfuerzan, cada uno gana $1,5 - 1 = 0,5$. Pero si uno deja de esforzarse mientras los otros trabajan, recibe $3/3 = 1$ sin coste alguno. El retorno privado de esforzarse ($1,5/3 = 0,5$) es siempre inferior a su coste, de modo que esforzarse es una estrategia estrictamente dominada: el único equilibrio de Nash es que nadie se esfuerce. Es un dilema del prisionero con n jugadores.

En términos generales, si la producción es $Q = f(e_1, \dots, e_n)$ y se reparte en partes iguales, cada socio elige su esfuerzo según

$$\frac{1}{n} \frac{\partial f}{\partial e_i} = c'(e_i) \quad \text{en lugar de} \quad \frac{\partial f}{\partial e_i} = c'(e_i)$$

Como el socio sólo capta la fracción $1/n$ de lo que aporta, el esfuerzo se subprovee, tanto más cuanto mayor es n (Holmström, 1982). Alchian y Demsetz (1972) vieron aquí la razón de ser de la empresa: alguien debe supervisar el trabajo en equipo, y para que tenga incentivos a hacerlo bien debe ser el titular del residuo. La organización societaria no es sólo una forma de sumar aportes; es una solución al problema de incentivos que la mera suma de aportes crea.

El problema se atenúa cuando la interacción se repite. Si los socios juegan indefinidamente y cada uno descuenta el futuro con un factor $\delta \in (0,1)$, la cooperación puede sostenerse mediante la amenaza de dejar de cooperar para siempre si alguien incumple. Con los pagos del ejemplo, cooperar indefinidamente vale $0,5/(1 - \delta)$, mientras que incumplir reporta 1 una vez y 0 después. La cooperación es un equilibrio si

$$\frac{0,5}{1 - \delta} \geq 1 \quad \Leftrightarrow \quad \delta \geq 0,5$$

Es decir, cuando los socios valoran suficientemente el futuro de la relación. Sobre esta idea se volverá en la sección IV.

4. Costes de transacción: la frontera de la empresa

La dimensión económica considera a la sociedad como un mecanismo que facilita la cooperación. Técnicamente, reduce los costes de transacción (Coase, 1937): los de buscar contrapartes, negociar, redactar, supervisar y hacer cumplir contratos. Para un enfoque *coaseano*, “las sociedades surgen cuando es posible reducir los costes mediante la delegación de poder que se hace en un administrador quien queda facultado para dirigir la asignación que la sociedad hará de los factores de producción” (Bainbridge, 2002).

Coase planteó la frontera de la empresa como un problema marginal. Si $C_M(x)$ es el coste de organizar x transacciones mediante el mercado y $C_O(x)$ el de organizarlas internamente, la empresa se expande hasta que

$$C_O'(x^*) = C_M'(x^*)$$

Una empresa que contrata servicios jurídicos puede recurrir a un estudio externo para cada asunto o tener un abogado interno. Si los asuntos son pocos y heterogéneos, el mercado es más barato; si son numerosos y repetitivos, negociar cada encargo cuesta más que dirigir a un empleado.

5. Costes de agencia: el precio de delegar

La delegación que abarata las transacciones no reduce los costes de agencia, sino que los crea. Jensen y Meckling (1976) los definen como la suma de los costes de supervisión del principal (M), los de garantía del agente (B) y la pérdida residual (L):

$$AC = M + B + L$$

Si el administrador posee una fracción $\alpha < 1$ del capital, cada unidad que destina a beneficios privados le reporta 1 y le cuesta sólo α . Con $\alpha = 0,1$, un gasto de 100 en beneficios privados le cuesta a él 10; los 90 restantes los soportan los demás socios. La sociedad es eficiente, entonces, cuando el ahorro coaseano supera el coste de agencia que la delegación genera:

$$\Delta TC > AC$$

Gran parte del Derecho de Sociedades (deberes fiduciarios, régimen de conflictos de interés, deberes de información, auditoría) tiene por objeto reducir AC para que esta desigualdad se sostenga.

6. La sociedad en sentido estricto: la definición codificada y sus límites

En sentido estricto, el Derecho de Sociedades aparece cuando la actividad conjunta persigue el lucro. Así se desprende del artículo 2053 inciso 1° del Código Civil chileno, según el cual la sociedad “es un contrato en que dos o más personas estipulan poner algo en común con la mira de repartir entre sí los beneficios que de ello provengan”⁴, y del artículo 1665 del Código Civil español, que la define como “un contrato por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con ánimo de partir entre sí las ganancias”. Ambas definiciones pueden expresarse como una conjunción de requisitos:

$$\text{Soc}(x) \leftrightarrow \text{Contrato}(x) \wedge \text{Pluralidad}(x) \wedge \text{Aporte}(x) \wedge \text{Lucro}(x)$$

La formalización permite ver qué ocurre cuando falla un requisito: basta que uno sea falso para que la figura quede excluida ($\neg \text{Lucro}(x) \rightarrow \neg \text{Soc}(x)$). La cooperativa niega el lucro; la empresa individual, la pluralidad. Pero la formalización muestra también que el propio ordenamiento ha desbordado la definición codificada. La sociedad por acciones puede constituirse por una sola persona (artículo 424 del Código de Comercio chileno): es sociedad para el Derecho positivo, aunque niega el requisito de pluralidad. Y la ley denomina “sociedad” a la sociedad conyugal, que no nace de un contrato de sociedad ni persigue lucro. El bicondicional describe, por tanto, la definición del Código Civil chileno, no la extensión del término “sociedad” en el Derecho vigente, que es más amplia y menos coherente.

⁴ La definición excluye las cooperativas y las mutuas, que corresponderían a modelos empresariales de carácter “asociativo” (Vásquez Palma, 2019), y las empresas individuales, al no ser creadas por dos o más sujetos.

Esta concepción descansa sobre una dimensión contractualista, recogida por los códigos decimonónicos. Las partes celebran un contrato “para desarrollar una actividad con ánimo de lucro, es decir, para obtener beneficios repartibles entre los socios” (Vásquez Palma, 2019), y de ese nexo contractual la sociedad se constituye “como un centro de imputación de derechos y obligaciones” (Reyes Villamizar, 2012).

7. Sociedad, persona jurídica y empresa

Existe, por último, una dimensión aún más amplia, según la cual hay Derecho de Sociedades cuando se está ante una persona jurídica: un ente intermedio entre el individuo y el Estado, con fines propios distintos de los de sus socios. Algún lector podría pensar que sociedad y persona jurídica son sinónimos. Sea S el conjunto de las sociedades, en el sentido de la definición del Código Civil chileno, y P el de las personas jurídicas. La igualdad $S = P$ es falsa, pues hay personas jurídicas que no son sociedades (la fundación):

$$P \setminus S \neq \emptyset$$

La cuestión interesante es si $S \subseteq P$, esto es, si toda sociedad es persona jurídica. En Chile la respuesta es afirmativa, pero por mandato legal: el artículo 2053 inciso 2° del Código Civil chileno dispone que la sociedad forma una persona jurídica distinta de los socios individualmente considerados. La inclusión sólo fallaría si se calificara como sociedad a la asociación o cuentas en participación, que reúne los requisitos del bicondicional pero no constituye persona jurídica (artículos 507 y 508 del Código de Comercio chileno), calificación que la doctrina discute⁵. Que $S \subseteq P$ sea verdadera o falsa depende, entonces, de una norma positiva y no de la lógica: bastaría con que el legislador negara personalidad a algún tipo social para que la inclusión dejara de cumplirse. La formalización no resuelve la cuestión; muestra dónde se decide.

Lo mismo ocurre con empresa y sociedad. La empresa es una unidad económica y social (jurídicamente, una universalidad de hecho), mientras que la sociedad es un medio jurídico que facilita su organización (Sandoval López, 2015). Tampoco las sociedades, entendidas como personas jurídicas, son individuos ficticios, pues no poseen las cualidades de los humanos⁶: a la persona jurídica no le es aplicable el Derecho de las Personas, sino el de los Contratos y el de las Cosas.

8. Más allá de la dicotomía contrato-institución

En las facultades de Derecho de Latinoamérica y de Europa del Sur suele estudiarse la sociedad bajo la dicotomía entre teoría contractual y teoría institucional. Decantarse por una u otra es, sin embargo, un ejercicio poco productivo para los problemas que aquí interesan. En el origen hay una voluntad de actuación conjunta, pero el destino de la sociedad no depende de lo que cada socio desee. La voluntad común se agota en insertar

⁵ La sociedad conyugal, que la ley denomina sociedad y que carece de personalidad jurídica, no es un contraejemplo, pues no satisface la definición del Código Civil chileno (sección II.6).

⁶ Véase la discusión sobre la titularidad de derechos fundamentales de las personas jurídicas en Alfaro Águila-Real (2020).

en el tráfico jurídico el patrimonio que se ha conformado. A partir de ahí, la pregunta relevante deja de ser qué desea cada socio y pasa a ser qué criterio debe regir la gestión de ese patrimonio separado, cuestión que se examina en la sección III.2.

Piénsese en una sociedad anónima cotizada. Lo único que une a los accionistas es su inversión, una relación no muy distinta, según Puga Vial (2020), de la de los aportantes de un fondo mutuo. Los accionistas son “esencialmente prestamistas de capital y no propietarios, aunque puedan participar en decisiones tan infrecuentes como una fusión. Son propietarios de acciones, no de la sociedad” (Demsetz, 1967). En términos de Sáez Lacave (2016), son *outsiders* y no *insiders*. Con todo, ni siquiera la cotizada escapa por completo de lo contractual: los pactos de accionistas, aunque excepcionales, lo demuestran.

9. El accionista como titular de una opción

La afirmación de Demsetz tiene una traducción financiera precisa. Si V es el valor de los activos sociales al vencimiento de una deuda de valor nominal D , los pagos de acreedores y accionistas son

$$\text{Acreedores: } \min(V, D) \quad \text{Accionistas: } \max(V - D, 0)$$

Con una deuda de 100, si los activos valen 150, los acreedores cobran 100 y los accionistas 50; si valen 80, los acreedores cobran 80 y los accionistas 0, no -20 , gracias a la responsabilidad limitada. La posición del accionista es una opción de compra sobre los activos sociales con precio de ejercicio D (Black y Scholes, 1973; Merton, 1974). El accionista no es dueño de la sociedad, sino titular de un derecho sobre el residuo. Esta estructura tiene consecuencias decisivas para el Gobierno Corporativo, como se verá en la sección III.2.

III. El Gobierno Corporativo

Factores como la globalización, el aumento de la competencia, la creciente demanda de sostenibilidad empresarial, el papel de los inversores institucionales y la sucesión de crisis financieras han dado lugar a abundante regulación en materia de Gobierno Corporativo, con el consiguiente desafío de adecuarla a nuevas realidades económicas. Esta sección examina primero su fundamento y después sus tres ejes.

1. Un sustituto de los contratos completos

Siguiendo a Zingales (1998), el Gobierno Corporativo puede definirse como el conjunto de restricciones que moldean la negociación *ex post* sobre las cuasi-rentas que genera la empresa. En la formulación de Sáez Lacave (2020), se trata de “el conjunto de instituciones que determinan la distribución *ex post* de las rentas residuales entre los agentes que contribuyen a su generación”, que actúa como un sustituto de los contratos completos en un entorno de información asimétrica. Ningún contrato puede prever todas las contingencias futuras, y cuando surge una no prevista alguien debe decidir. Quien

tiene los derechos residuales de control está en mejor posición para apropiarse del valor generado (Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990).

Supóngase que un socio puede realizar una inversión específica I que genera un valor $V(I) = 4\sqrt{I}$. Si la inversión estuviera plenamente protegida, el socio igualaría su valor marginal a su coste:

$$V'(I) = \frac{2}{\sqrt{I}} = 1 \Rightarrow I^* = 4, \quad V = 8, \quad \text{excedente neto} = 4$$

Pero si el valor se renegocia *ex post* y se reparte por mitades, el socio sólo capta la mitad del valor marginal de su inversión:

$$\frac{1}{2} V'(I) = \frac{1}{\sqrt{I}} = 1 \Rightarrow I = 1, \quad V = 4, \quad \text{excedente neto} = 3$$

La unidad de excedente que nunca llega a crearse es el coste de la incompletitud contractual, conocido como problema de expropiación o *hold-up*. El Gobierno Corporativo existe para reducir esa pérdida: decide quién tiene los derechos residuales de control y cómo se protege a quienes invierten sin tenerlos.

2. Primer eje: el interés social y los paradigmas en competencia

a) Dos teorías y dos funciones objetivo

El interés social es la finalidad que debe guiar la gestión de una sociedad, y determinarlo no es inocuo: de él depende qué intereses debe considerar el directorio y frente a quién responde (Afsharipour, 2017). Para la teoría contractualista, el interés social es el de los socios considerados en conjunto; para la institucionalista, el de la persona jurídica, que no necesariamente coincide con el de los socios. En la discusión anglosajona, estas posiciones se corresponden a grandes rasgos con la *shareholder primacy* y la *stakeholder theory*⁷.

La primera tiene su formulación más conocida en Friedman (1970), para quien la responsabilidad social de la empresa es aumentar sus beneficios. La segunda, asociada a Freeman (1984), sostiene que la sociedad tiene obligaciones que van más allá del rendimiento para el accionista, y ha ganado terreno a medida que las sociedades se han vuelto más grandes y poderosas y los inversores han incorporado preferencias no financieras (Hart y Zingales, 2022).

La diferencia entre ambas puede expresarse como una diferencia de funciones objetivo. Bajo la *shareholder primacy*, el directorio maximiza el valor presente de lo que reciben los accionistas:

⁷ Esta sección desarrolla la columna “Teoría del interés social y una pequeña aproximación de Teoría de Juegos” (Castro Azócar, 2024), disponible en <https://felipecastro.blog/2024/11/01/teoria-del-interes-social-una-pequena-aproximacion-de-teoria-de-juegos/>

$$\max V_0 = E \left[\sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T} \right]$$

donde D_t son los dividendos, P_T el valor de la acción al final del horizonte T y r la tasa de retorno exigida por los accionistas. Bajo la *stakeholder theory*, el directorio maximiza una suma ponderada de utilidades:

$$\max W = \sum_j w_j U_j$$

donde U_j es la utilidad de cada grupo (accionistas, trabajadores, consumidores, comunidad) y w_j su ponderación.

b) Un ejemplo: reinvertir o repartir

Considérese la decisión de reinvertir o repartir un beneficio X . Si se reparte, los accionistas reciben X hoy; si se reinvierte a una rentabilidad g , reciben $X(1+g)$ dentro de un período, cuyo valor presente es $X(1+g)/(1+r)$. Reinvertir crea valor si y sólo si

$$\frac{X(1+g)}{1+r} > X \quad \Leftrightarrow \quad g > r$$

Con $X = 100$ y $r = 10\%$, un proyecto que rinde el 15% vale $104,5$ y debe preferirse al reparto; uno que rinde el 5% vale $95,5$ y no. La *shareholder primacy* no implica, por tanto, preferir siempre la reinversión ni siempre el dividendo: implica reinvertir sólo cuando la sociedad rinde más de lo que los accionistas obtendrían por su cuenta. En mercados perfectos, la política de dividendos es en sí misma irrelevante; lo que importa es la calidad de la inversión (Modigliani y Miller, 1961).

Si los accionistas tienen tasas de descuento distintas (r_i), el conflicto puede reaparecer, pero sólo si los mercados de capitales son imperfectos. Con mercados perfectos rige el teorema de separación de Fisher (1930): todos los accionistas coinciden en maximizar el valor presente a la tasa de mercado, cualquiera sea su tasa personal, porque cada uno puede endeudarse o prestar por su cuenta para ajustar su consumo en el tiempo. Cuando existen restricciones de liquidez, impuestos que gravan de modo distinto dividendos y ganancias de capital o, como es típico en las sociedades cerradas, falta de un mercado para las acciones, un accionista con $r_i > g$ prefiere el dividendo y otro con $r_i < g$, la reinversión. Ésa es la forma precisa del conflicto entre accionistas “cortoplacistas” y “largoplacistas” en torno a la aplicación del resultado: ambas preferencias pueden ampararse en el interés social, pero no pueden satisfacerse a la vez.

Con la *stakeholder theory*, la decisión es más difícil. Aumentar los salarios eleva $U_{\text{trabajadores}}$ pero reduce los dividendos y, con ellos, $U_{\text{accionistas}}$; invertir en sostenibilidad eleva $U_{\text{comunidad}}$ pero puede encarecer el producto y reducir $U_{\text{consumidores}}$. El directorio

enfrenta un problema de optimización con múltiples objetivos cuya solución depende enteramente de los w_j .

c) *Un ejercicio: ¿qué proyecto debe elegir la sociedad?*

Una sociedad debe elegir entre dos proyectos que exigen la misma inversión inicial de 150. El Proyecto A (seguro) genera un ingreso de 200. El Proyecto B (riesgoso) genera 250 con probabilidad 60 % o 100 con probabilidad 40 %. La inversión, idéntica en ambos proyectos, se supone financiada con aportes previos, de modo que los pagos que siguen corresponden al ingreso que genera cada proyecto. En ambos casos la sociedad debe pagar 60 a los trabajadores y 70 a los acreedores. Se asume neutralidad al riesgo, ausencia de descuento temporal y que los créditos laborales se pagan antes, como ocurre en Chile con la preferencia de primera clase de las remuneraciones.

El valor esperado de B es $0,6 \times 250 + 0,4 \times 100 = 190$, de modo que, descontada la inversión común, A crea más valor ($200 - 150 = 50$) que B ($190 - 150 = 40$). Los pagos esperados de cada grupo son:

	Proyecto A	Proyecto B
Valor esperado del ingreso	200	190
Trabajadores	60	60
Acreedores	70	$0,6 \times 70 + 0,4 \times 40 = 58$
Accionistas	70	$0,6 \times 120 = 72$

Los accionistas prefieren B (72 frente a 70), aunque B destruye valor. B traslada riesgo a los acreedores, que pierden 12 en valor esperado para que los accionistas ganen 2; la diferencia (10) es el valor que se deja de crear. La explicación formal es la opción descrita en la sección II.9. Con deuda total F , el accionista recibe $\max(V - F, 0)$, una función convexa, y por la desigualdad de Jensen

$$E[\max(V - F, 0)] \geq \max(E[V] - F, 0)$$

con una diferencia que crece con la varianza de V . Cuando la deuda está libre de riesgo, maximizar el valor para el accionista y maximizar el valor de la sociedad coinciden; cuando la deuda es riesgosa, se separan, y la divergencia es tanto mayor cuanto más cerca está la sociedad de la insolvencia.

d) *¿Y la alternativa?*

El ejercicio muestra que la *shareholder primacy*, entendida como maximización del valor del capital, falla en su propio terreno, el de la eficiencia, cuando existe deuda riesgosa. No ocurre lo mismo con la versión que defiende Jensen (2001), la maximización del valor total de la empresa (capital y deuda), con la que se elige A. La crítica alcanza, entonces, a una versión del paradigma, no a todas. La alternativa tiene, en todo caso, un problema propio. Si el conjunto de utilidades alcanzables es convexo, cualquier decisión eficiente en sentido de Pareto puede justificarse con alguna elección de ponderaciones w_j , de modo

que, sin una regla que las fije, el mandato de maximizar W no permite evaluar a los administradores. Ésa es la objeción del propio Jensen (2001) al *stakeholderism*: una sociedad con muchos objetivos no tiene, en la práctica, ninguno. Hart y Zingales (2017) proponen un camino intermedio: maximizar el bienestar de los accionistas, incluidas sus preferencias no financieras, en lugar del valor de mercado.

La elección entre paradigmas tampoco puede dejarse únicamente a la autorregulación societaria, cuya suficiencia se ha puesto en duda tanto en el debate sobre el propósito empresarial (*corporate purpose*) como en la crítica a la pretendida neutralidad de la *shareholder primacy* (Lipton, 2025). La pregunta es cómo operacionalizar un equilibrio sin diluir la eficiencia y, antes aún, si ello es posible.

3. Segundo eje: la supervisión

a) Capital disperso: nadie supervisa

Debe distinguirse entre sistemas de capital disperso, propios de economías con mercados de valores desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido), y sistemas de capital concentrado, propios de Europa continental, Japón y Latinoamérica. En los primeros, el problema central es la separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932). Si supervisar a la administración cuesta c y genera una mejora de valor G , un accionista con una fracción α del capital sólo supervisará si

$$\alpha G > c \quad \Leftrightarrow \quad \alpha > \alpha^* = \frac{c}{G}$$

Con $G = 1.000.000$ y $c = 50.000$, el umbral es $\alpha^* = 5\%$. Un accionista con el 1 % obtendría 10.000 por un esfuerzo que le cuesta 50.000: no supervisa, aunque la supervisión es socialmente rentable. Es de nuevo el problema del polizón.

b) Capital concentrado: el controlador y la extracción de valor

El accionista de control supera con holgura el umbral α^* y resuelve este problema (Shleifer y Vishny, 1986), pero crea otro: el conflicto deja de ser vertical (accionistas frente a administradores) y pasa a ser horizontal (controlador frente a minoritarios). En la cotizada, “el socio actúa como un *inside manager*, y como tal debe ser tratado, como un administrador puro y duro”, pues la especialización del control, la información asimétrica y la imposibilidad de contratar convierten su relación con los socios externos “en una relación fiduciaria en sentido estricto” (Sáez Lacave, 2016). El deber de lealtad del controlador no es, así, la expresión de una lealtad genérica entre socios (regla que parecen dar por supuesta las legislaciones inspiradas en la doctrina alemana), sino un deber fiduciario propio de un administrador.

Un modelo simple explica por qué. Sea α la participación del controlador en los flujos de caja y s el valor que extrae privadamente (*tunneling*), con un coste de extracción $c(s)$ creciente y convexo. El controlador maximiza

$$\pi(s) = \alpha(V - s) + s - c(s) \quad \Rightarrow \quad c'(s^*) = 1 - \alpha$$

Cuanto menor es α , mayor es la extracción (Johnson, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2000). Con $c(s) = s^2/2$, se obtiene $s^* = 1 - \alpha$: un controlador con el 60 % de los flujos extrae 0,4; uno con el 20 %, 0,8. Si una regla de responsabilidad le impone un coste esperado adicional $k \cdot s$, la condición pasa a ser $c'(s^*) = 1 - \alpha - k$; con $\alpha = 0,2$ y $k = 0,3$, la extracción cae de 0,8 a 0,5. El deber fiduciario no es una declaración moral, sino un instrumento que encarece la extracción.

Cada sistema cambia, por tanto, un problema de agencia por otro. La regulación de los sistemas concentrados se ha orientado a proteger a los minoritarios. Pueden citarse la Ley de Sociedades de Capital española (Real Decreto Legislativo 1/2010), la Directiva 2007/36/CE sobre los derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (modificada por la Directiva (UE) 2017/828) y, en Chile, la Norma de Carácter General N° 461 (2021) de la Comisión para el Mercado Financiero, que exige reportar en la memoria anual información sobre gobierno corporativo y sostenibilidad.

c) ¿Cuánta regulación?

La evidencia sobre la eficacia de estas medidas es ambigua, y la “rigidización normativa” obliga a los administradores a seguir patrones de conducta que no necesariamente se alinean con los objetivos de la empresa (Alcalde Rodríguez y Guerrero Valenzuela, 2024). Sea q la intensidad regulatoria, $A(q)$ los costes de agencia (decrecientes en q) y $R(q)$ los de cumplimiento y rigidez (crecientes en q). La regulación óptima minimiza su suma:

$$\min_q A(q) + R(q) \Rightarrow -A'(q^*) = R'(q^*)$$

Con $A(q) = 100/(1 + q)$ y $R(q) = 25q$, el óptimo es $q^* = 1$, con un coste total de 75. Sin regulación el coste es 100, pero con el triple de la regulación óptima ($q = 3$) también lo es. Regular en exceso puede ser tan costoso como no regular.

4. Tercer eje: incentivos y remuneración

Vincular la retribución de los administradores al desempeño, especialmente mediante bonos y opciones sobre acciones, responde a la lógica de alinear sus incentivos con los de la sociedad. No es tan obvio como parece.

a) El dilema entre incentivos y riesgo

Supóngase que el resultado de la sociedad es $\pi = e + \varepsilon$, donde e es el esfuerzo del administrador y ε un ruido de varianza σ^2 que no controla. El administrador recibe $w = a + b\pi$, soporta un coste de esfuerzo $e^2/2$ y tiene un coeficiente de aversión al riesgo ρ . En el modelo lineal de agencia (Holmström y Milgrom, 1987), la participación óptima en los resultados es

$$b^* = \frac{1}{1 + \rho \sigma^2}$$

Si el administrador fuera neutral al riesgo o el resultado no tuviera ruido, lo óptimo sería $b^* = 1$. Pero cada unidad de retribución variable lo expone a un riesgo que no controla y por el que exige compensación. Con $\rho \sigma^2 = 1$, $b^* = 0,5$. En sectores muy volátiles, más retribución variable no es necesariamente mejor.

b) La convexidad de las opciones

Si en el ejercicio de la sección III.2 el administrador recibe un bono de 10 cuando el residuo de los accionistas supera 100, con el Proyecto A nunca lo cobra y con el B lo cobra con probabilidad 60 %, un valor esperado de 6. Preferirá B, el proyecto que destruye valor. Una retribución convexa alinea al administrador con los accionistas incluso cuando éstos se equivocan desde el punto de vista del valor de la sociedad, y puede inducir manipulaciones contables o conductas cortoplacistas destinadas a alcanzar el umbral.

c) El caso Tesla

El caso Tesla ilustra otra dimensión del problema: quién fija la remuneración. En *Tornetta v. Musk*, el Tribunal de Cancillería de Delaware anuló en enero de 2024 el paquete de opciones que Tesla había concedido en 2018 a Elon Musk como director ejecutivo (CEO). Entendió que Musk controlaba el proceso, que el directorio carecía de independencia y que la información entregada a los accionistas era deficiente. En diciembre de 2025, el Tribunal Supremo de Delaware revocó la anulación por considerarla un remedio improcedente (*In re Tesla, Inc. Derivative Litigation*). Restableció el paquete y fijó una indemnización nominal de un dólar, sin pronunciarse sobre las conclusiones relativas al incumplimiento de deberes fiduciarios. El caso no trata tanto de si las opciones incentivan bien como de si el órgano que las otorga es capaz de negociar con quien las recibe.

5. La responsabilidad como amenaza creíble

La eficacia de los regímenes de responsabilidad depende de la claridad de las señales judiciales y de la capacidad de litigación de los accionistas más que del tenor de las normas. De ello depende que la responsabilidad constituya una amenaza creíble. Considérese un juego secuencial: primero, el administrador decide si se apropia de un beneficio privado β ; después, el accionista decide si demanda, con un coste K y una probabilidad p de obtener una indemnización D . Por inducción hacia atrás, el accionista sólo demandará si

$$p D > K$$

Si no se cumple, la amenaza no es creíble y el administrador, anticipándolo, se apropia del beneficio. Con $D = 100$, $p = 0,3$ y $K = 40$, el valor esperado de demandar (30) no cubre su coste. El problema se agrava con la dispersión: si la indemnización ingresa al patrimonio social, un accionista con una fracción α soporta todo el coste K pero sólo recibe $\alpha p D$. La claridad jurisprudencial eleva p ; reglas como el reembolso de costas reducen K .

IV. Los límites de la racionalidad: el análisis conductual

1. De la elección racional a la racionalidad limitada

Todos los modelos anteriores comparten dos supuestos: que los agentes eligen racionalmente, maximizando su utilidad esperada con la información disponible, y que los mercados de capitales reflejan eficientemente la información en los precios. Sobre ellos se construyó la concepción contractualista de la sociedad como nexo de contratos, con su preferencia por las normas supletorias. El análisis conductual del Derecho cuestiona ambos supuestos: los individuos tienen recursos cognitivos limitados, están sujetos a emociones y se desvían de la racionalidad de forma sistemática y, por tanto, predecible (Simon, 1955; Jolls, Sunstein y Thaler, 1998).

La formulación más influyente de estas desviaciones es la teoría prospectiva (Kahneman y Tversky, 1979). Los individuos no valoran estados finales de riqueza, sino ganancias y pérdidas respecto de un punto de referencia, y las pérdidas pesan más que las ganancias equivalentes:

$$v(x) = \begin{cases} x^\gamma & \text{si } x \geq 0 \\ -\lambda(-x)^\gamma & \text{si } x < 0 \end{cases}$$

Las estimaciones clásicas sitúan el coeficiente de aversión a las pérdidas en torno a $\lambda \approx 2,25$ y la curvatura, igual para ganancias y pérdidas, en $\gamma \approx 0,88$ (Tversky y Kahneman, 1992): perder 100 duele algo más del doble de lo que alegra ganar 100.

El debate entre ambos enfoques se ha planteado con crudeza en el Derecho de Sociedades. Para Greenfield (2009), la evidencia conductual socava la premisa contractualista de que los socios pactan libre y racionalmente, y justifica una mayor intervención regulatoria. Hutchison (2010) replica que buena parte de esa evidencia es experimental y no se traslada sin más a los mercados reales, y que la regulación estatal está expuesta a sus propios sesgos y a la captura por grupos de interés. Las secciones siguientes examinan dónde el análisis conductual modifica efectivamente las conclusiones del AED.

2. Los administradores frente al riesgo

Los accionistas suelen estar más dispuestos a asumir riesgos que los administradores, por dos razones: pueden diversificar su cartera y la responsabilidad limitada acota su pérdida. El administrador, en cambio, no puede diversificar su capital humano: su ingreso y su reputación dependen de una sola sociedad. En términos del modelo de la sección III.4, su ρ es alto, y tenderá a rechazar proyectos arriesgados pero valiosos.

El análisis conductual añade un matiz relevante. Los administradores tienden al exceso de confianza (Malmendier y Tate, 2015): si la probabilidad real de éxito de un proyecto es p , el administrador la estima en $\hat{p} > p$. Supóngase un proyecto que gana 100 si tiene éxito y pierde 100 si fracasa, con $p = 0,45$: su valor esperado es -10 . Un administrador que estima $\hat{p} = 0,6$ le atribuye un valor de $+20$ e invierte. Pero el mismo sesgo que en este caso destruye valor puede, en otros, compensar la aversión al riesgo del administrador

y acercar sus decisiones a las que preferirían accionistas diversificados. De ahí que ciertos sesgos puedan ser adaptativos y que los propios procesos de selección de ejecutivos tiendan a favorecerlos (Goel y Thakor, 2008).

3. El sesgo retrospectivo y la regla del juicio empresarial

Los jueces evalúan las decisiones de los administradores cuando el daño ya se ha producido, y conocer el resultado distorsiona el juicio sobre lo que era previsible. Es el sesgo retrospectivo (*hindsight bias*): una vez conocido el desenlace, se sobrestima la probabilidad que tenía *ex ante* (Fischhoff, 1975; Rachlinski, 1998).

Su efecto puede formalizarse con la regla de Hand (*United States v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169 (2d Cir. 1947)), según la cual hay negligencia si el coste de la precaución omitida (B) era inferior al daño esperado que evitaba (pL):

$$\text{Negligencia} \Leftrightarrow B < pL$$

Sean $B = 10$, $L = 100$ y una probabilidad real de daño $p = 0,08$. Omitir la precaución era razonable ($pL = 8 < 10$). Pero si, conocido el daño, el juez estima la probabilidad en $p_h = 0,15$, concluirá que hubo negligencia ($15 > 10$). Una conducta diligente se juzga negligente sólo porque salió mal.

El administrador anticipa este sesgo. Considérese un proyecto que genera 100 para la sociedad con probabilidad 0,7 y le hace perder 50 con probabilidad 0,3; su valor esperado es $70 - 15 = 55$. El administrador recibe un bono del 1 % de la ganancia, cuyo valor esperado es 0,7. Si el proyecto fracasa, un juez sesgado lo declarará responsable con probabilidad 0,5, con una condena personal de 20; el coste esperado es $0,3 \times 0,5 \times 20 = 3$. Como $3 > 0,7$, el administrador rechaza un proyecto que crea valor. El sesgo retrospectivo produce, así, administración defensiva: decisiones que evitan riesgos convenientes y un exceso de informes y asesorías cuyo fin principal es la prueba futura de diligencia.

La regla del juicio empresarial (*business judgment rule*) responde a este problema. Presume que el administrador que decide informado, de buena fe, sin conflicto de interés y con un procedimiento adecuado no responde por el resultado de su decisión (*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984))⁸. En el ejemplo, reduce a casi cero la probabilidad de condena por el mero fracaso y restablece el incentivo a aceptar el proyecto. En España, el artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital la recoge como protección de la discrecionalidad empresarial. En Chile, la deferencia hacia el criterio empresarial ha operado hasta ahora sólo *de facto*, construida a partir del deber general de diligencia del artículo 41 de la Ley N° 18.046, que remite al cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, y del derecho de todo director a ser informado que reconoce el artículo 39.

⁸ El test de *demand futility* formulado en *Aronson* fue reemplazado en *United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg*, 262 A.3d 1034 (Del. 2021). Su formulación de la presunción del juicio empresarial sigue siendo, con todo, la referencia habitual.

Esa situación está por cambiar. El proyecto de reforma al mercado de capitales (conocido como MK4⁹), en tramitación a la fecha de este trabajo, agrega al artículo 41 que se entenderá que los directores han empleado el cuidado exigido cuando, tratándose de decisiones de negocios en que no tuvieran interés, hubieren actuado de buena fe, con información razonablemente suficiente y en la convicción razonable de obrar en el interés social, apreciándose su conducta al tiempo de la decisión¹⁰. La fórmula recoge los elementos clásicos de la regla estadounidense (buena fe, ausencia de conflicto y base informada) y los configura como un estándar de cumplimiento del deber de cuidado, en el sentido de la distinción entre estándares de conducta y estándares de revisión (Eisenberg, 1993), y no como una doctrina de abstención judicial, que es como la concibe Bainbridge (2004): el juez sigue revisando, pero revisa el proceso y no el resultado.

La cláusula final es la más relevante desde la perspectiva de este trabajo. Exigir que la conducta se aprecie “al tiempo de la decisión” es un mandato legal de evaluación *ex ante*, dirigido directamente contra el sesgo retrospectivo. En el modelo anterior, equivale a ordenar al juez que aplique la regla de Hand con la probabilidad que el director podía estimar al decidir ($p = 0,08$) y no con la que el daño hace parecer evidente ($p_h = 0,15$). Si una instrucción legal basta para corregir un sesgo cognitivo es, con todo, una cuestión empírica abierta.

Dos límites merecen destacarse. Primero, la regla sólo alcanza las decisiones en que el director no tiene interés; las operaciones con conflicto siguen sometidas al deber de lealtad y a un régimen más estricto, coherente con el modelo de extracción de la sección III.3. Segundo, al tomar el “interés social” como parámetro de la convicción razonable del director, la reforma reabre sin resolverla la pregunta de la sección III.2: si los tribunales leen ese interés en clave pluralista, como un balance entre grupos sin ponderaciones predeterminadas, el estándar de diligencia heredaría la indeterminación del mandato multiobjetivo.

El análisis conductual es aquí ambivalente. Por una parte, critica que la regla presuponga un administrador plenamente racional e informado (Duprat, 2020). Por otra, la evidencia sobre el sesgo retrospectivo es precisamente uno de los mejores argumentos a favor de la regla: si los jueces no pueden evaluar sin sesgo la calidad de una decisión arriesgada, es preferible que evalúen el procedimiento y la lealtad, y no el resultado.

4. Las decisiones colegiadas

Las decisiones del directorio y de la junta de accionistas son decisiones de grupo. Su ventaja principal es la agregación de información, que el teorema del jurado de Condorcet (1785) formaliza. Si cada uno de n miembros acierta con probabilidad $p > 0,5$ de forma independiente, la probabilidad de que la mayoría acierte es

⁹ Boletín N° 18.643-05. Ingresado el 9 de septiembre de 2026.

¹⁰ Véase el análisis crítico de la reforma en Castro Azócar (2026).

$$P_n = \sum_{k > n/2} \binom{n}{k} p^k (1-p)^{n-k}$$

y crece con n . Con $p = 0,6$, un decisor individual acierta el 60 % de las veces; un órgano de tres miembros, el 64,8 %; uno de siete, el 71,0 %.

Pero el teorema exige independencia, y es exactamente lo que los sesgos grupales destruyen. En el pensamiento de grupo (*groupthink*), la presión por el consenso desalienta el disenso (Janis, 1972); en la polarización, la deliberación empuja al grupo hacia posiciones más extremas que las de sus miembros (Sunstein, 2002); y el efecto del conocimiento común hace que el grupo discuta sobre todo la información que todos ya compartían, desaprovechando la que sólo tenía alguno (Stasser y Titus, 1985). En el límite, si todos los miembros siguen al mismo líder, el directorio de siete acierta el mismo 60 % que el líder solo. Éste es el fundamento analítico de los directorios independientes y de la diversidad en los directorios, aunque la evidencia sobre su efecto en el desempeño financiero es ambigua.

Un problema distinto, que no es cognitivo sino institucional, es el control de la agenda. En una sociedad con dos bloques iguales, que no se alcance la mayoría equivale a mantener el statu quo, de modo que quien formula la moción decide qué ocurre ante un empate: no es lo mismo someter a votación “aprobar la gestión del director X” que “no aprobarla”, ni “ejercer la acción social de responsabilidad” que “rechazarla” (Duprat, 2020). Lo que determina el resultado es la regla por defecto, no un sesgo de los votantes, y en ello el fenómeno se conecta con el que se examina a continuación.

5. El sesgo del statu quo y el efecto dotación

El sesgo del statu quo es la tendencia a preferir el estado de cosas actual frente a alternativas equivalentes (Samuelson y Zeckhauser, 1988). Puede modelarse como una prima $\kappa > 0$: el agente sólo cambia si la mejora de utilidad supera esa prima ($\Delta U > \kappa$), aunque cualquier $\Delta U > 0$ debiera bastar. Su consecuencia jurídica es que las normas supletorias no son neutrales. El contractualismo las justifica como las reglas que un accionista racional habría pactado, pero si las partes tienden a no apartarse de ellas, la elección de la regla por defecto determina el resultado en muchos más casos de los que el modelo racional predice.

El efecto dotación, manifestación del mismo fenómeno, es la tendencia a valorar más lo que se posee que lo que no se posee (Kahneman, Knetsch y Thaler, 1990). Con aversión a las pérdidas, desprenderse de un bien se vive como una pérdida, de modo que la disposición a aceptar (WTA) supera la disposición a pagar (WTP). En una aproximación lineal, $WTA \approx \lambda \cdot WTP$. Ello pone en cuestión el teorema de Coase, que predice que el bien terminará en manos de quien más lo valora siempre que la negociación sea poco costosa. Supóngase un socio que valora su participación en 100 y un tercero que la valora en 150: el intercambio es eficiente. Pero si el socio exige $WTA = 2 \times 100 = 200$ (con λ redondeado a 2), el intercambio no se produce.

El fenómeno es especialmente intenso en las sociedades cerradas y familiares, donde las participaciones no se negocian en un mercado, carecen de sustitutos y tienen un fuerte valor afectivo y simbólico: la empresa es parte del proyecto vital de sus socios (Duprat, 2020). Explica la frecuencia de los conflictos de valoración en la salida de socios, la resistencia a incorporar terceros y la prolongación de empresas inviables. Sugiere también por qué ciertas cláusulas de los pactos de accionistas funcionan. En la cláusula de compraventa forzosa (*shotgun*), un socio propone un precio y el otro decide si compra o vende a ese precio: quien fija el precio no puede exagerarlo sin arriesgarse a tener que pagarlo, lo que obliga a revelar la valoración real y neutraliza parte de la brecha entre WTA y WTP.

6. ¿Sustituto o complemento?

Afirmar que el análisis conductual ha desplazado al AED es, al menos, prematuro. No ha construido una teoría general alternativa capaz de sustituir el poder predictivo del modelo de elección racional, y sus hallazgos son en buena medida dependientes del contexto. La imprecisión descriptiva de un modelo, además, no equivale a su falsedad: la teoría de la elección racional no pretende describir cómo piensan los individuos, sino predecir cómo responden a los incentivos (Friedman, 1953).

Hay, además, dos razones por las que el modelo racional funciona razonablemente bien en el Derecho de Sociedades, que conviene no confundir. La primera es la repetición: como se vio en la sección II.3, cuando δ es suficientemente alto, la cooperación es un equilibrio entre agentes racionales que valoran el futuro de la relación. Este argumento no prescinde de la racionalidad; la presupone. La segunda es el aprendizaje y la selección: en entornos competitivos, las conductas que se alejan sistemáticamente de la maximización tienden a corregirse o a ser eliminadas, de modo que los resultados agregados se aproximan a los que predice el modelo aunque los agentes individuales no sean plenamente racionales (Alchian, 1950). Sólo este segundo argumento permite prescindir del supuesto de racionalidad plena, y su alcance es menor allí donde la selección opera con lentitud, como en las sociedades cerradas. Los aportes conductuales permiten, con todo, corregir el modelo donde falla de forma sistemática (el juicio retrospectivo, las decisiones colegiadas, la valoración en sociedades cerradas) y diseñar mejor las reglas por defecto. Son, en suma, un complemento.

V. Conclusiones

La dimensión económica es la que mejor justifica la existencia del Derecho de Sociedades y explica su origen y finalidad. El Derecho es una institución de orden social que facilita la cooperación, y el Derecho de Sociedades y el Gobierno Corporativo son los mecanismos por los que los individuos:

1. generan un excedente cooperativo, $v(N) > \sum_i v(\{i\})$, y lo reparten de forma estable, dentro del núcleo del juego;

2. resuelven los problemas de incentivos que esa cooperación crea (el polizón, la expropiación de inversiones específicas, la extracción del controlador), a un coste de agencia inferior al ahorro de costes de transacción que obtienen, $\Delta TC > AC$;
3. asignan los derechos residuales de control y definen el interés social, sabiendo que maximizar el valor para el accionista y el de la sociedad coinciden cuando la deuda está libre de riesgo pero se separan cuando es riesgosa, y que un mandato multiobjetivo sin ponderaciones no permite evaluar a los administradores; y
4. calibran los incentivos y la responsabilidad, de modo que la retribución pondere incentivos y riesgo, la amenaza de demandar sea creíble y el juicio sobre las decisiones arriesgadas no quede a merced del sesgo retrospectivo, que es precisamente lo que busca la codificación de la regla del juicio empresarial en curso en Chile.

Ahora bien, el análisis conductual no desmiente estas conclusiones, pero obliga a matizarlas. Administradores, socios y jueces no son plenamente racionales, y las reglas deben diseñarse para agentes reales. El diálogo entre el Derecho y la Economía, y ahora también con la psicología, es indispensable para lograr modelos de gobernanza eficientes.

Referencias

- Afsharipour, A. (2017). Redefining Corporate Purpose: An International Perspective. *Seattle University Law Review*, 40, 465.
- Alcalde Rodríguez, E. y Guerrero Valenzuela, R. (2024). *La sociedad anónima y la responsabilidad de sus administradores: tratado teórico y práctico*. Santiago: Ediciones UC.
- Alchian, A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 58(3).
- Alchian, A. y Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, 62(5).
- Alfaro Águila-Real, J. (2020). Las personas jurídicas no tienen derechos fundamentales: de ninguna clase. *almacendederecho.org*, 17 de mayo.
- Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).
- Bainbridge, S. (2002). *Corporation Law and Economics*. Nueva York: Foundation Press.
- Bainbridge, S. (2004). The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine. *Vanderbilt Law Review*, 57.
- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan.
- Black, F. y Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3).

- Castro Azócar, F. J. (2024). Teoría del interés social y una pequeña aproximación de Teoría de Juegos. *felipecastro.blog*, 1 de noviembre.
- Castro Azócar, F. J. (2026). Otra vez sobre la Business Judgment Rule. *felipecastro.blog*, 13 de septiembre.
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16).
- Condorcet, Marqués de (1785). *Essai sur l'application de l'analyse à la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix*. París: Imprimerie Royale.
- Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review*, 57(2).
- Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
- Duprat, D. A. (2020). Análisis conductual del Derecho de sociedades. SSRN, abstract 3750743.
- Eisenberg, M. A. (1993). The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law. *Fordham Law Review*, 62(3).
- Fischhoff, B. (1975). Hindsight $\neq$ Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment under Uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1(3).
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. Nueva York: Macmillan.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1953). The Methodology of Positive Economics. En *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, 13 de septiembre.
- Goel, A. y Thakor, A. (2008). Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 63(6).
- Greenfield, K. (2009). Corporate Law and the Rhetoric of Choice. En D. L. Gold (ed.), *Law & Economics: Toward Social Justice* (Research in Law and Economics, vol. 24). Bingley: Emerald.
- Grossman, S. y Hart, O. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94(4).

- Hart, O. y Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6).
- Hart, O. y Zingales, L. (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2).
- Hart, O. y Zingales, L. (2022). The New Corporate Governance. *University of Chicago Business Law Review*, 1(1).
- Holmström, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *Bell Journal of Economics*, 13(2).
- Holmström, B. y Milgrom, P. (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. *Econometrica*, 55(2).
- Hutchison, H. G. (2010). Choice, Progressive Values, and Corporate Law: A Reply to Greenfield. *Delaware Journal of Corporate Law*, 35(2).
- In re Tesla, Inc. Derivative Litigation*, No. 534, 2024 (Del. 19 de diciembre de 2025) (per curiam).
- Janis, I. L. (1972). *Victims of Groupthink*. Boston: Houghton Mifflin.
- Jensen, M. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).
- Johnson, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2).
- Jolls, C., Sunstein, C. R. y Thaler, R. H. (1998). A Behavioral Approach to Law and Economics. *Stanford Law Review*, 50.
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2).
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. y Thaler, R. H. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6).
- Lipton, A. M. (2025). The Legitimation of Shareholder Primacy. *Journal of Corporation Law*, 51, 83.
- Malmendier, U. y Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4).
- Merton, R. (1974). On the Pricing of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 29(2).
- Modigliani, F. y Miller, M. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4).

- Proyecto de ley de reforma al mercado de capitales y financiamiento de la casa propia. Mensaje N° 166-374, Boletín N° 18.643-05. Ingresado a la Cámara de Diputadas y Diputados el 9 de septiembre de 2026.
- Puga Vial, J. E. (2020). *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- Rachlinski, J. J. (1998). A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight. *University of Chicago Law Review*, 65.
- Reyes Villamizar, F. (2012). El Análisis Económico del Derecho de Sociedades. En R. Cooter y H. Acciarri (dirs.), *Introducción al Análisis Económico del Derecho*. Santiago: Thomson Reuters.
- Sáez Lacave, M. I. (2016). Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas. *InDret*, 1/2016.
- Sáez Lacave, M. I. (2020). Ppt de clases: Gobierno Corporativo.
- Samuelson, W. y Zeckhauser, R. (1988). Status Quo Bias in Decision Making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1).
- Sandoval López, R. (2015). *Derecho Comercial, tomo I*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3).
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69(1).
- Stasser, G. y Titus, W. (1985). Pooling of Unshared Information in Group Decision Making: Biased Information Sampling During Discussion. *Journal of Personality and Social Psychology*, 48(6).
- Sunstein, C. R. (2002). The Law of Group Polarization. *Journal of Political Philosophy*, 10(2).
- Tornetta v. Musk*, 310 A.3d 430 (Del. Ch. 2024).
- Tversky, A. y Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4).
- United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg*, 262 A.3d 1034 (Del. 2021).
- United States v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169 (2d Cir. 1947).
- Vásquez Palma, M. F. (2019). *Sociedades*. Santiago: Thomson Reuters.
- Zingales, L. (1998). Corporate Governance. En P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Londres: Macmillan.