TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO

"PROTECCION AL INVERSIONISTA: NI TAN CERCA QUE QUEME AL SANTO NI TAN LEJOS QUE NO LO ALUMBRE"

Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho de la Empresa

AUTOR
Phol Edward PAUCAR AGUIRRE

ASESOR
Hebert Eduardo Tassano Velaochaga

JURADO
Alejandro Martin Moscol Salinas

Vicente Alberto Cairampoma Arroyo

LIMA – PERÚ
2014

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

A mis padres:
Sin cuyo amor
no se hubiera
producido éste
momento

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Somos auténticos
en cuanto más nos
acerquemos a lo
que soñamos de
nosotros mismos
"Todo sobre mi madre"
Pedro Almodóvar

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PROTECCION AL INVERSIONISTA: NI TAN CERCA QUE QUEME AL SANTO NI TAN LEJOS QUE NO LO ALUMBRE

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Introducción

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

Considerando como premisa que la inversión está completamente diversificada. Es importante señalar que cuando hablamos de protección al inversionista implícitamente también nos estamos ocupando de la protección de sus inversiones. La protección de las inversiones no necesariamente implica hacer que todos los elementos o los más importantes que se hallan implicados en la mencionada protección favorezcan resultados positivos (ello considerando los riesgos de las inversiones) sino dejando en claro que cualquier pérdida que se produzca en las inversiones se produzca legítimamente y no por negligencia, fraude o cualquier otro delito o falta que sea responsabilidad de quien recibe la inversión en forma dolosa.

Por ello, el presente trabajo tiene entre sus propósitos señalar a que inversionistas se debe proteger, porque razones se les debe proteger, quiénes son los encargados de ello, quienes deben hacer respetar tales protecciones, cómo deben cumplirse estas protecciones y cuáles son los riesgos, los beneficios o perjuicios de tales protecciones.

Para un desempeño adecuado y sujeto a una rendición de cuentas es necesarios conocer la frontera en la que un inversionista protegido por el derecho del consumidor pasa a convertirse en un inversionista protegido por otras ramas del derecho como el derecho empresarial, bancario, financiero, etc. Igualmente se debe incidir en la protección al inversionista antes, durante y después de realizadas las inversiones.

Como se ve la protección al inversionista es un tema muy amplio que cuenta con numerosas aristas. Lo que se ha buscado es enfocarnos en los problemas que se dan en la legislación y en la aplicación de la misma para poder dar soluciones no sólo sobre protección al inversionista sino sobre gobierno corporativo como tópico estrechamente ligado a este.

En la primera parte del trabajo nos ocupamos de la protección al inversionista en sí y de la búsqueda de ese inversionista razonable que se considera como un ideal. Además hemos visto la normativa vinculada principalmente de nuestro país y de los Estados Unidos de América como fuente valiosa para extraer experiencias.

En la segunda parte la preocupación fue por el buen gobierno corporativo tanto a nivel de la OECD que es el modelo a seguir como aquellos desarrollos nacionales que se han dado con relación al tema.

En la tercera parte se ha buscado la integración entre la protección al inversionista y el buen gobierno corporativo analizándose las deficiencias existentes en cuanto al primero tanto a nivel legislativo como en el nivel de cumplimiento de los mismos. A la vez que se han sugerido medidas para su corrección. Por su parte se han sugerido medidas de *soft law* para promover el cumplimiento de los principios de buen gobierno

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

corporativo que nos ayuden a que se transformen en parte indesligable de las empresas dentro y fuera de los mercados de valores.

Finalmente se presentan las conclusiones y recomendaciones pertinentes al tema.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ÍNDICE

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

INTRODUCCIÓN V

ÍNDICE VIII

CAPITULO I 1

I. PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA 2

A. NORMATIVIDAD ACTUAL EN EL PERU 2

A.1. LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY 26887) 2
A.2. TEXTO UNICO CONCORDADO DE LA LEY ORGÁNICA DE LA COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV) (DECRETO LEY 26126 (1992)) 3
A.3. TUO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES (DECRETO SUPREMO Nº 093-2002-EF) 3
A.4. REGLAMENTO DE OFERTA PÚBLICA PRIMARIA Y DE VENTA DE VALORES MOBILIARIOS (RESOLUCIÓN CONASEV 141-98-EF/94.10) 4
A.5. RESOLUCIÓN DE GERENCIA GENERAL 096-2003-EF/94.11 4
A.6. REGLAMENTO DE SANCIONES DE CONASEV (RESOLUCIÓN CONASEV 55-2001-EF/94.10) 5
A.7. REGLAMENTO DE HECHOS DE IMPORTANCIA (RESOLUCIÓN CONASEV 107-2002-EF/94.10) 5
A.8. RESOLUCIÓN DE GERENCIA GENERAL 140-2005-EF/94.11 5
A.9. CÓDIGO PENAL 6

B. INVERSIONISTA RAZONABLE 6

B.1. DEFINICION DE INVERSIONISTA RAZONABLE 6
B.1.1. CONSIDERACIÓN GENERAL 7
B.1.2. EL INVERSIONISTA RAZONABLE COMO INVERSIONISTA RACIONAL 7
B.1.3. EL INVERSIONISTA RAZONABLE COMO ESPECULADOR, ANALISTA DE MERCADOS Y ANALISTA FUNDAMENTAL 8
B.1.4. EL INVERSIONISTA RAZONABLE COMO INVERSIONISTA SOFISTICADO 8
B.2. ELEMENTOS QUE INTEGRAN LA DEFINICIÓN 9
B.3. DOCTRINA Y PRÁCTICA JUDICIAL VINCULADA AL INVERSIONISTA RAZONABLE 9

C. DERECHO COMPARADO 11

C.1. USA 11
C.1.1. MECANISMOS JUDICIALES DE PROTECCIÓN DE ASOCIADOS 12
C.1.1.1. Regla de discrecionalidad (business judgement rule) 12
C.1.1.2. Deber de cuidado (duty of care) 14
C.1.1.3. Deber de lealtad (duty of loyalty) 14

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

C.1.1.3.1. Operaciones en las que medie conflictos de intereses (self dealing transactions) 15
C.1.1.3.2. Remuneraciones excesivas (executive compensation) 16
C.1.1.3.3. Usurpación de las oportunidades de la sociedad (Usurpation of corporate opportunity) 17
C.1.1.3.4. Uso indebido de información privilegiada (insider trading) 18
C.1.2. LEY SARBANES-OXLEY 19
C.1.3. PRINCIPIOS DE ORGANIZACIÓN SOCIETARIA (CORPORATE GOVERNANCE) 20
C.2. BANCO MUNDIAL Y LA PROTECCIÓN AL INVERSIONITA 22

D. RIESGO EN LAS INVERSIONES 23

D.1. DEFINICIÓN DE RIESGO 23
D.2. RIESGO EN LAS INVERSIONES 23
D.2.1. RIESGO SISTÉMICO Y EL RIESGO SISTEMÁTICO 23
D.2.2. RIESGO NO SISTEMÁTICO 24
D.3. RIESGO Y PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA 24

CAPITULO II 27

II. PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 28

A. BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS PRINCIPIOS DE LA OCDE 28

A.1. DEFINICIÓN DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 28
A.2. PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE' 29

B. NORMATIVA PÚBLICA Y PRIVADA SOBRE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 46

B.1. PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS (2002) 46
B.2. 26 PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA SOCIEDADES PERUANAS 49

C. NIVEL DE CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 50

D. MEDICIÓN DEL RIESGO 53

D.1. MEDICIÓN DEL RIESGO EN EMPRESAS CON ACCIONES PÚBLICAS 54
D.1.1. RIESGO DE UN SOLO ACTIVO 54
D.1.2. RIESGO DE UNA CARTERA 55
D.1.3. MODELO DE PRECIOS DE ACTIVOS DE CAPITAL (CAPM) 55

CAPITULO III 58

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

III. PROTECCION AL INVERSIONISTA Y BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 59

A. VÍNCULOS ENTRE LA PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 59

A.1. GARANTIZAR LA BASE DE UN MARCO EFICAZ PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO 60
A.2. LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS Y FUNCIONES CLAVE EN EL ÁMBITO DE LA PROPIEDAD 61
A.3. TRATAMIENTO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS 61
A.4. EL PAPEL DE LAS PARTES INTERESADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO 61
A.5. REVELACIÓN DE DATOS Y TRANSPARENCIA 61
A.6. LAS RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO 62

B. DEFICIENCIAS EN LA NORMATIVIDAD DE PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA 62

B.1.ORIGEN LEGAL DE LAS NORMAS 63
B.2. LA EXISTENCIA DE NORMAS DIRIGIDAS A LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA. 66
B.3. EL NIVEL DE CUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS EXISTENTES. 85
B.4. LA CALIDAD DE LA NORMATIVA EXISTENTE. 85
B.5. LA COMPATIBILIDAD ENTRE LAS NORMAS ADOPTADAS (EN CASO ASÍ SEA), EL MEDIO EN EL QUE SE APLIQUEN Y LA VOLUNTAD DE CUMPLIMIENTO DE LAS MISMAS. 85

C. BENEFICIOS DEL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA SOCIEDAD COMERCIAL Y PARA EL INVERSIONISTA 86

C.1. BENEFICIOS GENERALES: 86
C.1.1. PATRONES DE PROPIEDAD Y CONTROL 86
C.1.2. DESARROLLO DE MERCADOS FINANCIEROS 86
C.1.3. ASIGNACIÓN DE RECURSOS EN LA ECONOMÍA REAL 87
C.2. BENEFICIOS PARTICULARES 87
C.2.1. INCREMENTO DE CONFIANZA DE LOS INVERSIONISTAS 87
C.2.2. LIDERAZGO EN EL SECTOR 88
C.2.3. INCREMENTO DE INVERSIONES 88
C.2.4. FUERTES LAZOS ENTRE LA COMPAÑÍA Y SUS PARTES INTERESADAS 88

D. MEDIDAS PARA MEJORAR EL NIVEL DE PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA VINCULADOS AL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO 88

D.1. IMPACTO DE MAYOR O MENOR REGULACIÓN 88
D.2. ANÁLISIS ECONÓMICO DE MEDIDAS DE SOFT O HARD LAW 90
D.2.1. DEFINICIÓN DE SOFT LAW 90
D.2.2. DEFINICIÓN DE HARD LAW 90
D.2.3. MEDIDAS RECOMENDADAS 91

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

E. INCORPORACIÓN DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN LOS ÍNDICES DE RIESGO 92

CONCLUSIONES 93

RECOMENDACIONES 96

BIBLIOGRAFÍA 98

1. LIBROS 99

2. ARTÍCULOS 99

3. PÁGINAS WEB 105

4. LEGISLACIÓN 105

LEGISLACIÓN PERUANA 105
LEGISLACIÓN EXTRANJERA 106

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

"In Venice in the Middle Ages there was once a profession for a man called a codega--a fellow you hired to walk in front of you at night with a lit lantern, showing you the way, scaring off thieves and demons, bringing you confidence and protection through the dark streets. "

Elizabeth Gilbert, *Eat, Pray, Love*

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Capitulo I

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

I. PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA

La protección al inversionista se considera dentro de los aspectos de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 2004*[1] siendo su *aspecto objetivo*, *las condiciones objetivas para el éxito a largo plazo de las sociedades, las cuales se sustentan por un lado en la transparencia y eficiencia de los mercados (…) y por otro en la cooperación entre las sociedades y los accionista, (…)* y sería su *aspecto subjetivo la protección ante los malos comportamientos de los directores y la protección de los inversionistas débiles del abuso de los inversionistas más poderosos*[2].

Una versión breve es la ofrecida por el Longman Business English Dictionary y recogida en el Financial Times Lexicon[3] que la considera como las *acciones para incentivar la integridad en la publicidad de productos financieros, y el prevenir las acciones fraudulentas para garantizar que el accionista no pierda dinero si sus inversiones no son reembolsadas.* Por ello en esta sección se tocan los tópicos de la normatividad peruana, el inversionista razonable, el derecho comparado y el riesgo en las inversiones, que prepararan el camino para las secciones siguientes.

A. NORMATIVIDAD ACTUAL EN EL PERU

La normatividad pertinente a la protección del inversionista en el Perú se presente con una muy breve explicación pues el objetivo en esta primera parte es mostrar cual es la situación actual.

A.1. LEY GENERAL DE SOCIEDADES[4] (LEY 26887)

Entre las medidas de protección al inversionista que podemos hallar en la norma materia de estudio están:

---

[1] Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE* Año 2004. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[2] CERIONI, Luca *Corporate Governance and The Protection of Investors: A Comparative and Critical Perspective on the Legal Responses to the Ultimate Concern and on Potential Developments* (research work in progress) *[Gobierno Corporativo y la Protección de los Inversionistas: Una Perspectiva Comparativa y Crítica de las Respuestas Legales ante la Preocupación Fundamental y sobre sus Potenciales Desarrollos (investigación en progreso)]* Brunel Law School. Brunel University. Disponible en <http://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/1567/3/ConfpaperCORPGOV.pdf> Páginas 04-05. (accedido el 18/03/2014)

[3] Financial Times Lexicon *Definition of Investor Protection*. Disponible en <http://lexicon.ft.com/Term?term=investor-protection> (accedido el 18/03/2014)

[4] PERU *Ley General de Sociedades (Ley 26887)*. Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

La suscripción preferente: Se halla normado en el Artículos 207-210 y se busca con este evitar la disolución del porcentaje de participación que tuviera un inversionista en una sociedad cualquiera.

Las acciones con y sin voto: Se hallan normadas en los Artículos 95-96. En el primer y segundo caso se procede se tiene derecho a intervenir en el reparto de utilidades y a influir en las decisiones, los primeros interviniendo en las juntas y los segundos mediante la impugnación de acuerdos que los lesionen.

El reparto obligatorio de réditos: Se norma en el Artículo 231. Se estipula la forma como debe realizarse y solicitarse.

Las Juntas anuales obligatorias: Se estipula en el Artículo 114 y se constituye en una medida de protección que evita que los asuntos de la Sociedad se conduzcan sin la adecuada información al inversionista y sin su participación.

A.2. TEXTO UNICO CONCORDADO DE LA LEY ORGÁNICA DE LA COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV) (DECRETO LEY 26126 (1992))[5]

Esta norma en su artículo 2 literal d) incorpora como una de sus funciones la transparencia en el mercado de valores que se halla vinculada a la formación de precios y a la protección de los inversionistas.

A.3. TUO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES (Decreto Supremo Nº 093-2002-EF)[6]

Artículo 1. Finalidades y Alcance de la Ley: Con la norma materia de estudio se promueve un aspecto trascendente de la protección al inversionista que es la transparencia en el mercado de valores y directamente la protección del inversionista.

Artículo 13. Finalidad: Se compele a las empresas a la puesta disposición de los inversionistas de la información necesaria para tomar decisiones y solventar la transparencia del mercado.

[5] PERU. *Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Decreto Ley Nº 26126).* Disponible en <http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/CA6BB8F06048900D052573EF0054EA90/$file/Ley%20organica%20de%20la%20%20CONASEV.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[6] PERU: *Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Supremo 093-2002-EF).* Actualizada al 18/02/2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

Artículo 28. Hechos de Importancia: Obligación de informar a la autoridad competente en forma veraz, suficiente y oportuna sobre eventos que se consideren capaces de influenciar las decisiones de un inversionista.

Información Privilegiada y Deber de Reserva: Se regula por el Capítulo III y busca que este tipo de información no sea utilizada por quienes tiene acceso a ella para obtener beneficios considerados ilegales estableciéndose para ello una serie de prohibiciones.

A.4. REGLAMENTO DE OFERTA PÚBLICA PRIMARIA Y DE VENTA DE VALORES MOBILIARIOS (RESOLUCIÓN CONASEV 141-98-EF/94.10)[7]

Se establece en su artículo 2 que *es finalidad del presente Reglamento la tutela de los inversionistas en el mercado público de valores mobiliarios a través de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicaciones positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas, con la finalidad de que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libre e informadas respecto de las mismas y que dicha revelación se efectúe del modo más eficiente. Se entiende por mercado público aquél en el que se realizan transacciones con valores a partir de su oferta pública.*

A.5. RESOLUCIÓN DE GERENCIA GENERAL 096-2003-EF/94.11[8]

En su penúltimo considerando establece que los Principios de Buen Gobierno en el Perú son de cumplimiento voluntario. Por tanto, la resolución comentada se constituye únicamente en un esfuerzo para que los inversionistas conozcan en qué medida las sociedades cumplen con ellos, lo que puede influir en sus decisiones.

[7] ARATA, Carlos *CONASEV y protección al inversionista: limites en el rol del regulador* IUS ET VERITAS Nº 39 Diciembre 2009 p. 184-185

[8] PERU:CONASEV *Resolución Gerencia General Nº 096-2003-EF/94.11*.Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/096%20Modificaci%C3%B3nl.doc> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

A.6. REGLAMENTO DE SANCIONES DE CONASEV (RESOLUCIÓN CONASEV 55-2001-EF/94.10)[9]

En esta norma reglamentaria se estipula en su Artículo 3 el Concepto de Infracción en el cual se considera como tal a *todo acto u omisión que afecta la formación adecuada de precios, la igualdad y oportunidad en el acceso a la información, la protección al inversionista, la transparencia en el mercado*. El concepto se extiende a los actos realizados en el mercado de valores, el mercado de productos y al administración del sistema de fondos colectivos.

A.7. REGLAMENTO DE HECHOS DE IMPORTANCIA (RESOLUCIÓN CONASEV 107-2002-EF/94.10)[10]

Este documento regula la forma en la cual se comunican y revelan informaciones que tengan por su naturaleza influencia en las decisiones de los inversionistas respecto de la situación de la empresa en la cual invierten o desean invertir.

A.8. RESOLUCIÓN DE GERENCIA GENERAL 140-2005-EF/94.11[11]

Este documento conforme al cuarto y quinto considerando determina la modificación del anexo denominado "Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas" por haberse detectado en el ejercicio 2004 deficiencias en los procesos de autoevaluación respecto a dichos principios. Por ello, el objetivo de este documento apunta a que los inversionistas *cuenten con mejor información respecto del grado de implementación de prácticas de buen gobierno corporativo (…), ya que su conocimiento puede influir de manera directa en sus decisiones de inversión.*

[9] PERU: RESOLUCION CONASEV N° 055-2001-EF/94.10. Disponible en <http:// www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_per_rs055.doc> (accedido el 18/03/2014)

[10] PERU: Resolución CONASEV Nº 107-2002-EF/94.11. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/emision/reglamentos/reglamento-de-hechos-de-importancia.doc> (accedido el 18/03/2014)

[11] PERU: Resolución Gerencia General Nº 140-2005-EF/94.11. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/140%20mod%20096-2003.doc> (accedida el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

A.9. CÓDIGO PENAL[12]

Este cuerpo legal contiene entre sus múltiples normas una que castiga el uso indebido de información privilegiada (Artículo 251-A). Esta actividad ilegal conocida como *insider trading* se reprime pues afecta en forma directa y grave a los inversionistas que han confiado sus capitales a personas que tiene un deber de fidelidad a las sociedades en las que se desempeñan.

B. INVERSIONISTA RAZONABLE

B.1. DEFINICION DE INVERSIONISTA RAZONABLE

La definición de inversionista razonable se halla todavía en debate en los círculos académicos por lo que actualmente solo se puede hablar de una aproximación a ésta a partir de múltiples fuentes. Como afirma Heminway[13] *la naturaleza y origen de las concepciones del inversionista razonable plantean varias preguntas sin respuesta. Entre estas tenemos si la noción de inversionista razonable pretende ser idealizada y fijada en el tiempo (o si podría cambiar con los cambios en el mercado), y si el contexto de la jurisprudencia –en qué forma- (entre ellas la interacción de la importancia relativa y otros elementos de una demanda de fraude, por ejemplo, el dolo o la confianza) afecta nuestra visión del inversionista razonable*.

La dificultad en la definición radica en la variedad de situaciones para la consideración de alguien como un inversionista razonable. Más allá de consideraciones que exceden el contenido de este documento, adoptaremos la perspectiva general que afirma que este sería aquel que se presume dispuesto y capaz de utilizar sabiamente la información veraz disponible ordenada así en las leyes del mercado de valores[14].

A pesar de la complicación en la caracterización del inversionista razonable, incluiremos en esta sección sus alcances y elementos que nos guíen en el presente

[12] PERU: *Código Penal.* Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-codpenal.htm&vid=Ciclope:CLPdemo> (accedida el 18/03/2014)

[13] HEMINWAY, Joan MacLeod, Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? *[Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 297 Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

[14] Cfr. Donald C. Langevoort, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers [Vendiendo Esperanza, Vendiendo Riesgo: Algunas Lecciones para el Derecho de parte de la Economía Comportamental sobre Corredores de Bolsa y sus Clientes Sofisticados]*, 84 CAL. L. REV. 627, 699 (1996) citado en HEMINWAY, Joan MacLeod, Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? *[Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 297. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

trabajo, de modo que se pueda aprehender su significado y presentarlo en su corporeidad y no como un término abstracto e inasible. La clasificación presentada está basada en aquella utilizada por Joan MacLeod Heminway[15].

B.1.1. Consideración General

En la doctrina de los Estados Unidos se considera a un inversionista razonable como aquel *inversionista que piensa sin sesgos sobre el riesgo*[16]. Por otro lado se les considera como *modelos platónicos, inmunes a aquellos sesgos de comportamiento y heurísticos que distorsionan la toma de decisiones de participantes reales en el mercado*[17].

B.1.2. El Inversionista razonable como inversionista racional

En la jurisprudencia[18] también se considera al inversionista razonable como un inversionista racional pues como considera Langevoort, *el énfasis en la norma de*

[15] HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 291-336. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

[16] HOFFMAN, David A., *The Duty to be a Rational Shareholder*. *[El Deber de ser un Accionista Racional]* Temple University Legal Studies Research Paper No. 2006-02; Minnesota Law Review, Vol. 90, p. 551, 2006. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=690884> (accedido el 18/03/2014)

[17] HOFFMAN, David A., *The Duty to be a Rational Shareholder*. . *[El Deber de ser un Accionista Racional]* Temple University Legal Studies Research Paper No. 2006-02; Minnesota Law Review, Vol. 90, p. 594, 2006. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=690884> (accedido el 18/03/2014)

[18] Betz contra Trainer Wortham & Co., 519 F.3d 863, 878 (9th Cir. 2008) (aparentemente se utiliza la palabra "racional" como equivalente a "razonable" para describir y evaluar el comportamiento del inversionista); Gebhardt contra ConAgra Foods, Inc., 335 F.3d 824, 830 (8th Cir. 2003) (igual). Algunas cortes consideran que los inversionistas razonables emplean análisis de costo-beneficio o ponderan ciertos factores sobre otros. *Vea, p.ej.*, DeBenedictis contra Merrill Lynch & Co., 492 F.3d 209, 218 (3d Cir. 2007) ("A la luz de otros artículos noticiosos y las preocupaciones expresadas en el artículo del *The Wall Street Journal*, la referencia del *The Wall Street Journal* a la idoneidad de la capacitación de Merrill no fue suficiente para disipar la preocupación de un inversionista razonable sobre los gastos y costos vinculados con acciones de Clase B."); CFTC contra White Pine Trust Corp., No. 04cv2093-J-NLS, 2007 U.S. Dist. LEXIS 27218, at *30 (S.D. Cal. Apr. 11, 2007) ("Las inexactitudes respecto del registro de ganancias y el historial de WPT, la capacitación de los empleados de WPT, el propio historial laboral del demandado, la estructura de la Comisión de WPT, y una ficticia referencia positiva podrían tener un gran peso en la decisión de un inversionista razonable de invertir y en particular en su decisión de realizar una inversión en un mercado potencialmente de alto riesgo."); Colo. Springs Prod. Credit Ass'n contra Farm Credit Admin., 695 F. Supp. 15, 21 (D.D.C. 1988) ("La expectativa de un inversionista razonable al compra un titulo valor es que recibirá a cambio alguna ganancia o beneficio."); Fradkin contra Ernst, 571 F. Supp. 829, 848 (N.D. Ohio 1983) ("Un inversionista razonable no podría calcular los número reales a ser pagados a partir de la información revelada.") citados en HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 297-298. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

títulos valores es de poner a disposición información precisa; se presumen, entonces, que el inversionista estará dispuesto y será capaz de utilizarla sabiamente[19]*.* En este enfoque la racionalidad se entiende como el uso de la razón para comportarse de acuerdo a las circunstancias en el mercado de las inversiones evitando comportamientos cargados de subjetividad.

B.1.3. El Inversionista razonable como especulador, analista de mercados y analista fundamental

Aquí se equipara al inversionista razonable con el especulador, pues este para realizar sus transacciones debe estar muy bien informado y tener un conocimiento y experiencia importantes pues realiza operaciones de alto riesgo.

Para el caso de los analistas de mercado, su equivalencia con el inversionista razonable nace de su capacidad para realizar proyecciones del comportamiento de títulos valores en el mercado para lo cual hace uso de su amplia experiencia y su conocimiento del mismo.

Las dos equivalencias comentadas se hallan en un fallo de la Corte de Apelaciones del Segundo Distrito en los Estados Unidos de América que afirma *los especuladores y analistas de Wall y Bay Street son…inversionistas razonables con derecho a la misma protección otorgada a operadores conservadores*[20]*.*

B.1.4. El Inversionista razonable como inversionista sofisticado

Se considera al inversionista razonable como sofisticado, a los ojos de la jurisprudencia[21] este no es una persona lega que sea fácilmente sujeta a engaño sino que es una persona capaz y experimentada dentro de los mercados de títulos valores. Lo señalado le facilita no sólo acopiar información sino procesarla para poder tomar decisiones, es decir, es capaz de separar la paja del trigo respecto de la información

---

[19] LANGEVOORT, Donald C., *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers*. *[Vendiendo Esperanza, Vendiendo Riesgo: Algunas Lecciones para el Derecho de parte de la Economía Comportamental sobre Corredores de Bolsa y sus Clientes Sofisticados]* California Law Review, Vol. 83, Issue 3 (1996) p. 699. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/3480963>. (accedido el 18/03/2014)

[20] Citado en HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 299. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

[21] Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d 1169, 1175 (7th Cir. 1987) citado en HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 302. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

que recoge y que brindan las empresas para promocionar la venta de sus títulos valores. Ello significa que está dotado de conocimientos financieros suficientes para evaluar transacciones en el mercado de valores.

B.2. ELEMENTOS QUE INTEGRAN LA DEFINICIÓN

A partir de la investigación realizada por Heminway[22] se concluye que un inversionista razonable deberá contar con las siguientes características:

1. Es aquel que considera importante buscar consejo e información respecto de las inversiones que pretende realizar.
2. Tiene aversión al riesgo.
3. Es consciente de sus atributos y limitaciones a la hora de analizar la información.
4. La frecuencia de sus operaciones es baja o moderada con un horizonte a mediano y largo plazo.
5. Obtiene un rendimiento consistente en el tiempo.

B.3. DOCTRINA Y PRÁCTICA JUDICIAL VINCULADA AL INVERSIONISTA RAZONABLE

En la jurisprudencia de los Estados Unidos la conceptualización del inversionista razonable es importante a la hora de evaluar la relevancia. La Norma 405 de la Ley de Títulos Valores (Securities Act) define la relevancia en los siguientes términos, *el término relevante, cuando se utiliza para calificar una exigencia para la provisión de información sobre cualquier tema, limita la información solicitada a aquellas materias para las cuales existe una probabilidad sustancial de que un inversionista razonable le atribuya importancia al momento de determinar la compra o no del título valor registrado*[23]. A pesar de la referencia legal señalada no existe *un estándar reglamentario de relevancia, por lo que las cortes han dado pasos para llenar el vacío*[24]. Siendo este un tópico fundamental en los casos de fraude en inversiones. Han

[22] HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. p. 291-336. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 02/04/2011)

[23] JUSTIA.COM US LAW 17 C.R.F. § 230.405 Definitions of terms. Title 17 – Commodity and Securities Exchanges. [17 C.R.F. § 230.405 Definiciones de términos. Título 17 – Bolsas de Productos y Valores] Disponible en <http://law.justia.com/cfr/title17/17-2.0.1.1.12.0.34.94.html> (accedido el 18/03/2014)

[24] SACHS, Margaret V. *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets, [Materialidad y Cambio Social: El Caso para reemplazar el "Inversionista Razonable" por el "el Inversionista Menos Sofisticado" en Mercados Ineficientes]* 81 TUL. L. REV. p. 475 2006.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

habido numerosos intentos para fijar claramente lo que se entiende por relevancia. Ello también debido a la forma como ha sido considerada en la práctica judicial en la cual no existe (en los EE.UU.) la cantidad suficiente de jueces capacitados en materia de Derecho Financiero que puedan utilizar con precisión y justeza la doctrina de la relevancia[25].

En el caso de la jurisprudencia de los Estados Unidos de América igualmente se ha utilizado la heurística[26] para el juzgamiento de casos vinculados a acciones de clase sobre títulos valores. Al respecto, Bainbridge[27] ha realizado una clasificación en base al uso de la heurística y los desarrollos doctrinales que esta ha producido en las acciones de clase sobre títulos valores, que se presenta a continuación:

HEURISTICA			
Heurística basada en la relevancia	**Inferencias**	**Heurística del dolo**	**Heurística del deber de revelación**
Alabanza exagerada	No hay fraude retrospectivo	Certeza en el fraude	Previsiones Rutinarias
Precaución sobre información	Previsiones Internas Protegidas	Uso inusual de información privilegiada	Alejamiento extremo
Cero Cambios de Precio			
Materias Triviales			

Cuadro 1. Uso de la heurística y desarrollos doctrinales en acciones de clase sobre títulos valores

<http://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=fac_artchop> (accedido el 18/03/2014)

[25] Una explicación detallada de los problemas, en la práctica de los jueces, con relación a la doctrina de la relevancia incluido el uso de la heurística para la resolución de casos de fraude se halla en BAINBRIDGE, Stephen M. y GULATI, G. Mitu, *How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does - Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*. *[¿Cómo maximizan los Jueces? (De la misma manera que todo el mundo lo hace - Delimitando: Reglas Empíricas en Criterios sobre Fraudes con Títulos Valores]* Emory Law Journal, Vol. 51, 2002. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283261 or doi:10.2139/ssrn.283261> (accedido el 18/03/2014)

[26] La heurística está hecha a medida para decisiones bajo circunstancias de complejidad o incertidumbre inmanejables. GIGERENZER, Gerd y ENGEL, Christoph eds. *Heuristics and the Law*, *[Heurística y Derecho]* Dahlem Workshop Reports, Cambridge, The MIT Press 2007. p. 04. Disponible en <http://wdn.ipublishcentral.net/mit/viewinside/166390400619> (accedido el 18/03/2014)

[27] BAINBRIDGE, Stephen M. y GULATI, G. Mitu, *How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does - Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*. *[¿Cómo maximizan los Jueces? (De la misma manera que todo el mundo lo hace - Delimitando: Reglas Empíricas en Criterios sobre Fraudes con Títulos Valores]* Emory Law Journal, Vol. 51, 2002. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283261 or doi:10.2139/ssrn.283261> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

En cambio para Sachs,[28] es importante tomar en consideración el llamado estándar Northway/Basic que *evalúa la relevancia desde el punto de vista del inversionista razonable en vez del punto de vista del verdadero inversionista engañado*[29]. El peligro que la autora mencionada ve en este estándar es justamente que se puede afirmar que el inversionista razonable tiene un cierto grado de conocimiento, hecho que no se presenta en los casos que ella analiza como son de fraude por Internet, fraude por telemercadeo, fraude dirigido a inversionistas ancianos, el incremento de la consciencia sobre el analfabetismo financiero en general y la existencia de inversionistas inmigrantes. En los casos mencionados ella apela a la existencia de un inversionista que es del tipo menos sofisticado que no se halla plenamente identificado o protegido si se aplica estrictamente el estándar Northway/Basic.

C. DERECHO COMPARADO

En esta sección se ha elegido a los Estados Unidos de América por ser el país que cuenta con uno de los más importantes mercados de valores y aquel en el cual el Derecho Financiero y Empresarial dentro del marco del Common Law se ha desarrollado más y sirve de modelo, o por lo menos como caso de estudio para el desarrollo de la rama comercial del derecho en varios países.

C.1. USA

Preliminarmente asumiéremos la protección del inversionista como la plantea Reyes Villamizar[30] en tres planos: el primero vinculado a los mecanismos judiciales de protección de asociados; el segundo vinculado a la regulación federal sobre la contabilidad de las sociedades de capital abiertas; el tercero se vincula a los principios de organización societaria

---

[28] SACHS, Margaret V. *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets, [Materialidad y Cambio Social: El Caso para reemplazar el "Inversionista Razonable" por el "el Inversionista Menos Sofisticado" en Mercados Ineficientes]* 81 TUL. L. REV. p. 473-508 (2006) <http://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=fac_artchop> (accedido el 18/03/2014)

[29] SACHS, Margaret V. *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets, [Materialidad y Cambio Social: El Caso para reemplazar el "Inversionista Razonable" por el "el Inversionista Menos Sofisticado" en Mercados Ineficientes]* 81 TUL. L. REV. p. 475 (2006) <http://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=fac_artchop> (accedido el 18/03/2014)

[30] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 187-209

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

C.1.1. Mecanismos Judiciales de Protección de Asociados

A nivel societario la gran preocupación en los Estados Unidos de América, ello generado por la alta dispersión de sus accionistas, es siempre las diferencias entre los intereses que mueven a los gerentes y aquellos que guían a los accionistas. Este fenómeno se da porque la Junta Directiva de una sociedad está a cargo de la *administración de la sociedad, de reformar los estatutos* y porque *los asociados están separados de la gestión de los negocios sociales*[31]. En consideración a lo mencionado y sin olvidar la existencia de deberes fiduciarios de parte de los administradores podemos mencionar de acuerdo a Reyes Villamizar[32], la regla de discrecionalidad (business judgement rule), el deber de cuidado (duty of care) y el deber de lealtad (duty of loyalty).

C.1.1.1. Regla de discrecionalidad (business judgement rule)

La Regla de discrecionalidad ha tenido una doble interpretación al ser sometida a los procesos judiciales en los EE.UU. La primera interpretación es aquella en la que se considera a esta regla como *una norma de responsabilidad legal por medio de la cual las cortes revisan las decisiones de las Juntas Directivas*[33]. En la segunda interpretación más bien se opta por rechazar cualquier revisión a las decisiones tomadas por la Junta Directiva.

Primera Interpretación

El caso pertinente para la presente interpretación es el Cede & Co. contra Technicolor[34], Inc., se vincula a la regla de discrecionalidad con el deber de cuidado[35] de los administradores frente a los accionistas y al hecho de que ellos *actuaron informados, de buena fe y creyendo sinceramente que la acción tomada se hacía en el*

[31] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 187-188

[32] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 188-201

[33] BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 87. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)

[34] Se puede hallar una presentación breve del caso en DAVIS, William *CEDE &CO. V. TECHNICOLOR, INC. IV.* Disponible en <http://www.wfu.edu/~palmitar/Law&Valuation/Papers/1999/davis.html>. La transcripción del fallo se halla en CEDE CO. V. TECHNICOLOR INC: CEDE & CO. and Cinerama, Inc., Petitioners Below-Appellants, v. TECHNICOLOR, INC., Respondent Below-Appellee Nº 357,2004. May 04,2005 <http://caselaw.findlaw.com/de-supreme-court/1245056.html> (accedido el 18/03/2014)

[35] El deber de cuidado es uno de los deberes fiduciarios de los administradores y consiste en actuar, según la Corte suprema de Delaware, *con el mismo nivel de cuidado que una persona cuidadosa y prudente utilizaría en circunstancias similares.* Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963); y también MODEL BUS. CORP. ACT § 8.30 (2002) citados en BAINBRIDGE, Stephen M.; *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 88. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

mejor interés de la compañía[36]*.* La excepción a la revisión de las decisiones de los administradores se produce cuando estos actúan de manera *fraudulenta, guiados por motivos impropios o por un interés personal.*[37]

Segunda Interpretación

La segunda interpretación tiene como sustento fundamental la decisión de la Suprema Corte de Delaware en el caso Shlensky contra Wrigley[38]. En ella se decide que no existiendo bases de parte del demandante que prueben la existencia de conductas inadecuadas de parte de los administradores (fraude, ilegalidad o conflicto de intereses) no se puede proceder a revisar su decisión y lo más importante de esta decisión es que la Corte se abstiene igualmente de calificar la decisión originaria del proceso como buena o mala para los intereses de la compañía[39].

De ambas interpretaciones se puede concluir que ambas no se contraponen, sino que sirve la primera como sustento de la segunda. Por tanto, la regla de discrecionalidad debe persistir salvo las objeciones señaladas (fraude, conducta ilegal, conflicto de intereses). La parte positiva de la abstención es que evita frenar la dinámica propia de los negocios. Sin embargo, todavía resta hallar un punto de equilibrio que evite que la abstención sea utilizada como una patente de corso por los administradores lo que implicaría un riesgo moral[40] para los accionistas.

---

[36] Aronson contra Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) citado en BAINBRIDGE, Stephen M.; *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 89. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)

[37] Bayer contra Beran, 49 N.Y.S.2d 2, 6 (Sup. Ct. 1944) citado en BAINBRIDGE, Stephen M.; *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 89. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)

[38] Se puede hallar una breve explicación del caso en CASEBRIEFS Shlensky v. Wrigley <http://www.casebriefs.com/blog/law/corporations/corporations-keyed-to-klein/the-nature-of-the-corporation/shlensky-v-wrigley/> (accedido el 18/03/2014)

[39] *By these thoughts we do not mean to say that we have decided that the decision of the directors was a correct one. That is beyond our jurisdiction and ability. We are merely saying that the decision is one properly before directors and the motives alleged in the amended complaint showed no fraud, illegality or conflict of interest in their making of that decision*. *[Por medio de éstas opiniones no intentamos decir que hemos decidido que la decisión de los directores sea correcta. Ello está más allá de nuestra jurisdicción y capacidad. Simplemente decimos que la decisión es apropiada frente a los directores y que los motivos alegados en la demanda rectificada no muestra evidencia de fraude, ilegalidad o conflicto de intereses en ellos al tomar tal decisión] Shlensky*, 237 N.E.2d página 780 citado en BAINBRIDGE, Stephen M.; *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 97. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)

[40] **Riesgo moral:** El riesgo moral surge cuando un contrato o acuerdo financiero crea incentivos para que las partes involucradas [o una de las partes] se comporte afectando los intereses de terceros [o de la otra parte]. Definición modificada en base a la hallada en FINANCIAL TIMES LEXICON sobre *Moral hazard. Disponible en* <http://lexicon.ft.com/Term?term=moral-hazard> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

C.1.1.2. Deber de cuidado (duty of care)

Entre los deberes fiduciarios que les competen a los administradores se halla en primer lugar el deber de cuidado el cual se halla estrechamente vinculado a la regla de discrecionalidad, por lo cual fue mencionado en la anterior sección.

Al deber de cuidado lo hallamos en la Ley Tipo de Sociedades de Capital (Model Business Corporation Act) (RMBCA)[41] su definición fue añadida en esta ley en 1974. Previo a las modificaciones de 1998 en la sección 8.30 (a) se la definió en el sentido de que un *administrador debe cumplir sus deberes… con el cuidado que una persona regularmente prudente tendría en una posición semejante y bajo similares circunstancias.*[42] En el año 2000 esta definición fue cambiada y se transformó en aquel que *un administrador debe cumplir sus deberes… con el cuidado que una persona en una posición semejante creería razonablemente apropiado bajo similares circunstancias*[43]*.* En esta nueva definición se hace una aproximación mayor a la regla de discrecionalidad.

C.1.1.3. Deber de lealtad (duty of loyalty)

El deber de lealtad requiere que *los administradores actúen en representación de la empresa y de sus accionistas y se abstengan de tomar ventaja de su posición, usurpar las oportunidades de la empresa y de cualquier acto que permitiría que ellos reciban un beneficio personal impropio o que dañe a sus accionistas*[44]*.* De la definición presentada se desprende que el deber de lealtad tiene múltiples connotaciones. Si la regla de discrecionalidad les brinda a los administradores suficientes libertades para

[41] Esta norma fue publicada por primera vez en 1950 y ha sido objeto de numerosos cambios a partir de entonces principalmente luego de los escándalos de Enron y Worldcom que dieron como resultado la aprobación de la Ley Sarbanes-Oaxley.

[42] OLSON, John F. y BRIGGS, Aaron K.; *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves Toward Normative Standards. [La Ley de Modelo de Empresa de Negocios y el Gobierno Corporativo: Una Disposición Legal se dirige a Convertirse en un Estándar Normativo]* LAW AND COMTEMPORARY PROBLEMS *The Model Business Corporation Act at Sixty* Volume 74 Winter 2011 Number 1 p. 35. Disponible en <http://www.law.duke.edu/shell/cite.pl?74+Law+&+Contemp.+Probs.+31+(winter+2011)+pdf> (accedido el 18/03/2014)

[43] OLSON, John F. y BRIGGS, Aaron K.; *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves Toward Normative Standards. [La Ley de Modelo de Empresa de Negocios y el Gobierno Corporativo: Una Disposición Legal se dirige a Convertirse en un Estándar Normativo]* LAW AND COMTEMPORARY PROBLEMS *The Model Business Corporation Act at Sixty* Volume 74 Winter 2011 Number 1 p. 36. Disponible en <http://www.law.duke.edu/shell/cite.pl?74+Law+&+Contemp.+Probs.+31+(winter+2011)+pdf> (accedido el 18/03/2014)

[44] Guth contra Loft, Inc. 5 A.2d 503, 510 (Delaware 1939) citado en AMERICAN BAR ASSOCIATION *Fiduciary Duties and Potential Liabilities of Directors and Officers of Financial Distressed Corporations; [Deberes Fiduciarios y Responsabilidades Potenciales de Directores y Funcionarios de Empresas en Crisis Financiera]* The Section of Business Law eSource August 2002 Volume 1 Number 3 p. 02. Disponible en <http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0003/materials/tip3.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

actuar con el deber de lealtad se busca que estas facultades no se utilicen en contra de los accionistas y para satisfacer intereses propios. Justamente en la línea de los intereses particulares de los administradores Reyes Villamizar[45] desarrolla ciertas líneas de conducta como las de determinación de remuneraciones excesivas para los administradores sociales (*executive compensation*), la usurpación de las oportunidades de la sociedad (*usurpation of corporate opportunity*) y el uso indebido de información privilegiada (*insider traiding*). Siguiendo ese modelo se pasa a desarrollar tales tópicos.

C.1.1.3.1. Operaciones en las que medie conflictos de intereses (*self dealing transactions*)

El conflicto de intereses se define como *la conducta de un administrador, abogado, u otro fiduciario que consiste en tomar ventaja de su posición en una operación y actuar a favor de sus propios intereses en vez de aquellos de los beneficiarios de la corporación o del interés de sus clientes*[46].

Las operaciones en las que medie conflicto de intereses también se conocen como expropiación del inversionista o excavación de túneles (*tunnel digging*). Y consiste específicamente en el hecho de que los administradores de una corporación *utilicen su poder para derivar la riqueza de la empresa hacia sí mismos en vez de compartirla con los otros inversionistas*[47].

Al respecto también existe una definición legal en la Ley General de Sociedades de Delaware que es más permisiva y parte del supuesto que las operaciones entre una sociedad y uno o más de sus directores o entre dos corporaciones que comparten administradores no puede considerarse nula o anulable solo por dichas razones o por el solo hecho de que el administrador haya estado presente, participe en la reunión donde se decidió la realización del contrato o su voto haya sido contado para tal fin, si: *(1) Los hechos materiales en relación al vínculo o interés entre el director o funcionario y el contrato o transacción son revelados o son conocidos por la Junta Directiva o el Comité, y estos de buena fe autorizan el contrato o la transacción por los votos a favor de la mayoría de los directores no interesados, aunque los directores desinteresados*

[45] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 195-201

[46] West's Encyclopedia of American Law, *Definition of Self Dealing* 2nd Edition. Copyright 2008 The Gale Group, Inc. A. Disponible en <http://legal-dictionary.thefreedictionary.com/Self-Dealing> (accedido el 18/03/2014)

[47] DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *The law and economics of self dealing [El Análisis Económico del Derecho del Provecho Propio]* Journal of Financial Economics 88 (2008) p. 430. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w11883.pdf?new_window=1> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

sean en número menores al quórum; (2) Los hechos materiales en relación al vinculo o interés entre el director o funcionario y el contrato o transacción son revelados o son conocidos por los accionistas facultados a votar sobre este, y el contrato o transacción se aprueba específicamente de buena fe por el voto de los accionistas; o (3) el contrato o transacción es justo para la sociedad al momento de ser autorizado, aprobado o ratificado, por la Junta Directica, un Comité o los accionistas[48].

C.1.1.3.2. Remuneraciones excesivas (executive compensation)

El tópico de remuneraciones excesivas ha sido foco de discusiones no sólo de parte de los accionistas sino del público en general a raíz de los montos recibido por los administradores en 2009 posteriores al rescate financiero del año 2008.

La idea básica considerada para las remuneraciones de los administradores sociales es que exista un equilibrio entre los beneficios obtenidos por la empresa y el aporte de estos para hacerlos realidad. En el estudio de Bebchuck y Grinstein[49] acerca del crecimiento de las remuneraciones de los administradores sociales en el periodo 1993-2003 se determina que explicar su incremento en base a los cambios en el tamaño de la empresa, su desempeño, y el sector industrial es insuficiente y que los montos agregados pagados, tan sólo el periodo 2001-2003, *a los cinco ejecutivos más importantes de empresas públicas ascendieron a $ 92 billones y 10.3 por ciento de las ganancias agregadas de estas empresas. Por tanto, el costo potencial de acuerdos de remuneraciones defectuosos –si existen tales defectos- podría ser muy significativo para los inversionistas*[50].

En cuanto a este tópico la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities Exchange Commission*) (SEC) es clara al afirmar que, *la decisión de una empresa en relación al monto y tipo de las remuneraciones para un funcionario ejecutivo es una decisión empresarial y no se halla dentro de la jurisdicción de la Comisión. Más bien, su jurisdicción se extiende a la revelación – garantizando que los inversionistas sean provistos con la revelación completa y justa de información material sobre la cual realizar una inversión informada y tomar sus decisiones de voto. En este sentido, las*

[48] U.S. STATE OF DELAWARE Online Delaware Code Title 8 Corporations Chapter 1. General Corporation Law Section 144 (a). [Título 8 Empresas Capítulo 1: Ley General de Empresas Sección 144(a)] Disponible en <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/index.shtml> (accedido el 18/03/2014)

[49] BEBCHUCK, Lucian y GRINSTEIN, Yaniv *The Growth of Executive Pay [El Incremento del Pago a Ejecutivos]* Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21 No. 2 2005 p. 302. Disponible en <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Bebchuk-Grinstein.Growth-of-Pay.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[50] BEBCHUCK, Lucian y GRINSTEIN, Yaniv *The Growth of Executive Pay [El Incremento del Pago a Ejecutivos]* Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21 No. 2 2005 p. 302. Disponible en <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Bebchuk-Grinstein.Growth-of-Pay.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

leyes federales de valores exigen la revelación del monto y tipo de compensación sufragada al Presidente y otros funcionarios ejecutivos con altas remuneraciones[51]. La postura de la SEC se halla en concordancia con la regla de discrecionalidad y a la vez con la responsabilidad de los inversionistas de velar por la fijación de remuneraciones acorde a los intereses de la empresa.

C.1.1.3.3. Usurpación de las oportunidades de la sociedad (Usurpation of corporate opportunity)

La doctrina que acompaña a esta variante del deber de lealtad se entiende como aquella que *prohíbe a los administradores sociales derivar para su propio beneficio, sin la aprobación de la Junta* y como se dictaminó en Alexander & Alexander of N.Y., Inc. contra Fritzen *cualquier oportunidad que deba ser considerada como un activo de la empresa*[52]

Respecto a la calificación como usurpación de la oportunidad de la sociedad existen opiniones diversas sólo en Nueva York se considera que para ello debe existir una *expectativa tangible sobre la oportunidad,*[53] otros consideran que se produce si y solo si se *amenaza la viabilidad de la empresa,*[54] e igualmente se han considerado casos en los que las empresas no se hallaban amenazadas pero en los que se produjo la *atracción de los principales clientes de esta, la toma de ventaja de las ofertas de negocios hechas a la empresa, o la compra de propiedades que la empresa necesitaba o que había contemplado adquirir.*[55]

---

[51] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION *Executive Compensation.* [*Pago a Ejecutivos]* Disponible en <http://www.sec.gov/answers/execomp.htm> (accedido el 18/03/2014)

[52] Alexander & Alexander of N.Y., Inc. contra Fritzen, 147 A.D.2d. 241, 246, 542 N.Y.S.2d 530 (1st Dep't 1989) citado en ROSENBERG, Jonathan y BURR, Kendall Making Sense of New York's Corporate Opportunity Doctrine [Dándole Sentido a la Doctrina de Oportunidad Empresarial de Nueva York] New York State Bar Association Journal, June 2008, Vol. 80, No. 5. Disponible en <http://emhllp.com/files/Corp_Opp_article_%2800086307%29.PDF> (accedido el 18/03/2014)

[53] Blaustein contra Pan Am. Petroleum & Transp. Co. 263 A.D. 97, 128, 31 N.Y.S.2d 934 (1st Dep't 1941); *Abbott Redmont Thinlite Corp. contra Redmont*, 475 F.2d 85, 88 (2d Cir. 1973); *Am. Fed. Group, Ltd. contra Rothenberg*, 136 F.3d 897, 906 (2d Cir. 1998) citados en ROSENBERG, Jonathan y BURR, Kendall Making Sense of New York's Corporate Opportunity Doctrine [Dándole Sentido a la Doctrina de Oportunidad Empresarial de Nueva York] New York State Bar Association Journal, June 2008, Vol. 80, No. 5. Disponible en <http://emhllp.com/files/Corp_Opp_article_%2800086307%29.PDF> (accedido el 18/03/2014)

[54] Alexander & Alexander of N.Y., Inc. contra Fritzen, 147 A.D.2d. página 248 N.Y.S.2d 530 (1st Dep't 1989) e *In re Gupta*, 38 A.D.3d 445, 446–47, 834 N.Y.S.2d 23 (1st Dep't 2007) citados en ROSENBERG, Jonathan y BURR, Kendall Making Sense of New York's Corporate Opportunity Doctrine [Dándole Sentido a la Doctrina de Oportunidad Empresarial de Nueva York] New York State Bar Association Journal, June 2008, Vol. 80, No. 5. Disponible en <http://emhllp.com/files/Corp_Opp_article_%2800086307%29.PDF> (accedido el 18/03/2014)

[55] *Burg v. Horn*, 380 F.2d 897, 899–900 (2d Cir. 1967) (donde se citan los casos) citado en ROSENBERG, Jonathan y BURR, Kendall Making Sense of New York's Corporate Opportunity Doctrine [Dándole Sentido a la Doctrina de Oportunidad Empresarial de Nueva York] New York State Bar Association

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

En el caso de Maryland se considera que el administrador social *debe abstenerse de optar por una oportunidad de negocio que pertenece legítimamente a la sociedad y utilizarla en su propio beneficio*[56]. En este caso se utiliza para la calificación el test o prueba de interés o expectativa razonable para calificar si se presenta o no una oportunidad de la sociedad, de ella se desprende que si *la sociedad podría tomar ventaja de la oportunidad, el administrador social no puede interferir optando por la oportunidad para su beneficio personal.*[57]

C.1.1.3.4. Uso indebido de información privilegiada (insider trading)

Dentro de los deberes de lealtad de los administradores sociales se halla el de no traficar con información que no sea pública y cuyo uso podría perjudicar a la compañía a la cual pertenece y por tanto a sus accionistas. Para la configuración del delito este tráfico de información debe suceder conjuntamente con algún tipo de engaño o manipulación[58].

La Comisión de Bolsa y Valores considera el uso de información privilegiada en una variante legal cuando *un miembro de la corporación – funcionario, administrador social, y empleados – compran o venden valores en sus propias empresas. Cuando estos comercializan sus propios valores, operación que deben necesariamente ser informadas a la SEC*[59]. Y la variante ilegal que es la *compra o venta de valores, transgrediendo el deber de lealtad u otra relación de confianza y confidencialidad, mientras uno se halla en posesión de información material no pública sobre el titulo*

Journal, June 2008, Vol. 80, No. 5. Disponible en <http://emhllp.com/files/Corp_Opp_article_%2800086307%29.PDF> (accedido el 18/03/2014)

[56] *VENABLE MARYLAND CORPORATE LAW REPORT Maryland differentiates usurpation of corporate opportunity from interested director transaction; determines guidelines for finding interested director [Maryland diferencia la usurpación de la oportunidad empresarial de la transacción de director interesado; determina guías para ubicar al director interesado] Otoño 2002 p. 01-02. Disponible en <http://www.venable.com/files/Publication/20568be4-6306-46ad-baa5-fe4b9fe84e27/Presentation/PublicationAttachment/ac90a687-1ab6-4f7f-9c42-99ed02323ada/743.Pdf> (accedido el 18/03/2014)*

[57] *VENABLE MARYLAND CORPORATE LAW REPORT Maryland differentiates usurpation of corporate opportunity from interested director transaction; determines guidelines for finding interested director [Maryland diferencia la usurpación de la oportunidad empresarial de la transacción de director interesado; determina guías para ubicar al director interesado] Otoño 2002 p. 01-02. Disponible en <http://www.venable.com/files/Publication/20568be4-6306-46ad-baa5-fe4b9fe84e27/Presentation/PublicationAttachment/ac90a687-1ab6-4f7f-9c42-99ed02323ada/743.Pdf> (accedido el 18/03/2014)*

[58] ONLINE STUDY GUIDE Insider Trading [Tráfico de Información Privilegiada] Upstart Raising Inc. 2004 p. 02. Disponible en <http://www.upstartraising.com/nasd/studyguides/InsiderTrading.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[59] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION Insider Trading. [Tráfico de Información Privilegiada] Disponible en <http://www.sec.gov/answers/insider.htm> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

valor. Las violaciones del uso de información privilegiada incluyen "dar" dicha información, las transacciones con títulos valores de parte de la persona que recibió la información, y las transacciones con títulos valores por parte de aquellos que se apropiaron indebidamente de tal información[60].

Siendo este tema controvertido en los debates académicos existe posturas como la de Machan[61] que optan por considerar a este comportamiento como moralmente no reprobable en caso que alguien se entere por casualidad o por sus propios logros de información antes que el resto y siempre que no viole los derechos de otros.

C.1.2. Ley Sarbanes-Oxley

La Ley Sarbanes-Oaxley surge en el espectro legislativo norteamericano a consecuencia de los escándalos contables producidos por Enron, Worldcom, Owest, Global Crossing, Tyco. Por esta razón se hizo urgente una norma que garantizará a los inversores la tranquilidad necesaria respecto al manejo contable en las empresas en las que desearan invertir.

Esta norma es de aplicación obligatoria en *las sociedades que negocian acciones en el mercado público de valores estadounidense*[62]. La norma establece controles externos e internos respecto de la elaboración y evaluación de los informes contables. Al interior de las organizaciones se compele a las sociedades de capital abierto a contar con una *Comité de Auditoría* (Public Company Audit Committee) encargado de *supervisar la labor de los sujetos a los que se les ha confiado la contabilidad de la compañía*[63]. Otro control establecido se halla en la Sección 302 (a)[64] de la Ley que determina que los informes conforme a la Ley de Negociación de Valores (Securities Exchange Act) de 1934 ha ser enviados a la Comisión de Negociación de Valores (Securities Exchange Commission) deben ser certificados por el/los directivo(s) ejecutivo(s) principal(es) o el/los directivo(s) financiero(s) principal(es) o quienes realicen sus funciones.

---

[60] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION Insider Trading. [Tráfico de Información Privilegiada] Disponible en <http://www.sec.gov/answers/insider.htm> (accedido el 18/03/2014)

[61] MACHAN, Tibor R. *What is Morally Right With Insider Trading*? *[¿Qué es lo Moralmente Correcto del Tráfico de Información Privilegiada?]* Public Affairs Quarterly, Vol. 10 (April 1996), pp.135-142. También en el Capítulo 7 de Tibor R. Machan & James E. Chesher, A Primer on Business Ethics [Una Introducción a la Ética de Negocios] (Rowman & Littlefield, 2003). Disponible en <http://mises.org/etexts/insidertrading.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[62] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 201

[63] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 203

[64] U.S. *Sarbanes-Oxley Act 2002*. *[Ley Sarbanes-Oxley]* Disponible en <http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Igualmente se castiga con 20 años de prisión (sección 802) a la persona que *destruya, altere u oculte documentos o asientos contables, con la intención de impedir u obstruir investigaciones relativas al fraude en la administración de su compañía*[65] [66].

Finalmente la medida externa de control se halla a cargo de una institución creada por esta norma, la Junta de Auditoría Contable de Sociedades de Capital Abiertas (*Public Company Accounting Oversight Board*) que *supervisa la auditoría de las empresas que están sujetas a las leyes del mercado de valores y conexos, con el fin de proteger el interés de los inversionistas y fomentar el interés público en la preparación de informes de auditoría explicativos, precisos e independientes para compañías cuyos valores son vendidos, poseídos por y para, inversionistas públicos*[67].

La aplicación de la Ley Sarbanes-Oaxley ha tenido implicancias negativas en el sector empresarial en los Estados Unidos de América principalmente por el hecho de que cumplir con sus exigencias puede ser muy oneroso para las empresas. Estas en algunos casos han optado, frente a esta situación, por ejemplo, salir al mercado en el Mercado de Inversiones Alternativas de Londres (AIM) debido a que los montos ahorrados pueden ser considerables principalmente para empresas pequeñas por ejemplo para Pronotex Technologies cumplir con las exigencias de inscripción, cumplimiento de exigencias y envíos postales a los accionistas en la AIM le cuesta aproximadamente 1 millón de dólares, los que se convertirían en 3 millones si estuviera registrada en el NASDAQ y cumpliría las exigencias establecidas en la Ley Sarbanes-Oaxley[68].

C.1.3. Principios de Organización Societaria (Corporate Governance)

Estas son *normas orientadas a mejorar la gestión de las compañías, mediante la adopción de mecanismos legales imperativos o la inclusión de pautas adoptadas voluntariamente por aquellas sociedades interesadas en disponerse en mejor forma para captar recursos de capital.*[69]

Lo interesante de los principios de gobierno corporativo es que en estos no sólo se hallan involucradas las partes interesadas internas de una sociedad (accionistas, trabajadores, directivos) sino que también se incluyen a partes interesadas externas

[65] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 204

[66] U.S. *Sarbanes-Oxley Act 2002*. *[Ley Sarbanes-Oxley]* Disponible en <http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[67] U.S. *Sarbanes-Oxley Act 2002*. *[Ley Sarbanes-Oxley]* Disponible en <http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[68] ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.; *Fundamentos de Finanzas Corporativas.* McGraw Hill/Interamericana Editores S.A. de C.V. México D.F. 2010 p. 10

[69] REYES VILLAMIZAR, Francisco *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada* LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006. p. 205

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

(el gobierno y la comunidad en general). Se trata así de que se considere a la sociedad no como un ente aislado, sino como parte de la comunidad donde funciona. En este entender se considera que existen influencias externas que de alguna manera determinan el desempeño de las sociedades, veamos el cuadro presentado por Turnbull[70]:

Influencias que afectan las operaciones de compañías que se negocian públicamente	
Influencias del Sector Privado	**Leyes y reguladores del Sector Público**
Clientes	Prácticas comerciales
Competidores	Antimonopolio
Accionistas	Títulos Valores
Empleados	Trabajo e Igualdad de Oportunidades
Sindicatos	Cortes arbitrales, etc.
Proveedores	Comercio justo
Banqueros y financistas	Crédito y bancarrota
Auditores	Leyes societarias
Normas de la Bolsa de Valores	Impuestos federales/estatales/locales
Mercados para las acciones	Salud y Seguridad
Medios de comunicación	Medio ambiente
Asociaciones profesionales	Calidad
Asociaciones Comerciales	Edificaciones
Administradores sociales & Consultores	Comunidad

Cuadro 2. Influencias que afectan las operaciones de las compañías que se negocian públicamente

Estas influencias se explican porque el marco del gobierno corporativo se compone de: *(1) contratos implícitos y explícitos entre la compañía y sus partes interesadas para la distribución de las responsabilidades, derechos y beneficios, (2) procedimientos para la reconciliación de los a veces conflictivos intereses de las partes interesadas de acuerdo con sus deberes, privilegios, y roles, y (3) procedimientos para una adecuada*

[70] TURNBULL, Shann, *Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms*. *[Gobierno Corporativo: Teorías, Retos y Paradigmas]* Gouvernance: Revue Internationale, Vol. 1, No. 1, pp.11-43, 2000. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=221350>. (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

supervisión, control, y flujos de información para servir como un sistema de frenos y contrapesos[71].

C.2. BANCO MUNDIAL Y LA PROTECCIÓN AL INVERSIONITA

La metodología del Banco Mundial para su publicación anual *Doing Businees* relacionada a la protección al inversionista. Tiene como premisas la protección a los accionistas minoritarios en una sociedad y a la amenaza de expropiación, de parte de los administradores sociales, reflejada en operaciones en las que medie conflicto de intereses.

Los autores de la metodología ubican el papel de las normas legales entre dos extremos, por un lado se tendría una plena confianza en el mercado para regular estas prácticas y por el otro extremo se prohibiría completamente cualquier transacción entre la sociedad y sus controladores. Sin embargo, dejan claro que ninguno de estos dos extremos es adecuado para enfrentar el problema y a la vez no afectar la natural dinámica de los mercados.

La metodología se desarrolla en 3 diferentes pasos[72]:

1. La determinación del marco regulatorio respecto a operaciones en las que medie conflicto de intereses. Igualmente se desarrollan de parte de los evaluadores medidas de protección al inversionista directamente encaminadas al control de dichas operaciones y se examina su variación de acuerdo a los distintos sistemas legales.
2. Se examina si las medidas propuestas por los evaluadores se relacionan al desarrollo de mercados financieros, y qué medidas se relaciona a que resultados financieros. Ello permite la evaluación de estrategias alternativas de regulación de operaciones en la que media conflicto de interese desde el punto de vista académico y de políticas.
3. Se compara el desempeño de las diversas medidas de protección de los accionistas como indicadores de desarrollo financiero.
4. Además se compara los indicadores legales de desarrollo financiero con algunas alternativas que pueden ser tributarias, arbitrales y políticas.

El objetivo de la evaluación es saber *si un accionista con control desea enriquecerse cumpliendo la ley, cuán difícil es para los accionistas minoritarios combatir dicha*

[71] BUSINESSDICTIONARY.COM *Corporate Governance Definition.* Disponible en <http://www.businessdictionary.com/definition/corporate-governance.html> (accedido el 31/10/2011)

[72] DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *The law and economics of self dealing [El Análisis Económico del Derecho del Provecho Propio]* Journal of Financial Economics 88, 2008. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w11883.pdf?new_window=1> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

actividad antes de que ocurra o en caso que ocurra, resarcirse por los daños producidos[73].

D. RIESGO EN LAS INVERSIONES

D.1. Definición de Riesgo

A diario nos enfrentamos al riesgo, es decir, a la posibilidad que las cosas que preveíamos no ocurran de la manera más provechosa para nosotros. Esos riesgos y la ocurrencia de un evento perjudicial o dañino pueden tener múltiples implicancias para nosotros. Dependerá entonces cuan avisados seamos respecto a ellos para poder en mitigar sus posibles efectos negativos.

Una definición simple de riesgo es la que afirma que es *la exposición a una proposición sobre la cual uno no tiene certeza*[74].

D.2. Riesgo en las Inversiones

Toda inversión involucra un riesgo de menor o mayor envergadura. Por ello es importante conocer qué tipo de riesgos existen y cómo se pueden administrar estos de manera más eficiente.

En el área de las finanzas contamos con dos tipos de riesgo, el sistemático y el no sistemático.

D.2.1. Riesgo Sistémico y el Riesgo Sistemático

El riesgo sistémico es aquel que afecta a los mercados con los cuales esta correlacionado positivamente y por tanto no puede ser diversificado[75]. Schwarcz nos alcanza una definición de trabajo del riesgo sistémico como aquel *riesgo que (i) desencadena un shock económico tal como un fracaso en el mercado o un fracaso institucional (a través del pánico o de otra manera) ya sea (X) el fracaso de una cadena de mercados o instituciones o (Y) una cadena de pérdidas significativas en instituciones financieras, (ii) que da como resultado incrementos en el costo de capital*

[73] DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *The law and economics of self dealing [El Análisis Económico del Derecho del Provecho Propio]* Journal of Financial Economics 88, 2008. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w11883.pdf?new_window=1> (accedido el 18/03/2014)

[74] HOLTOM, Glyn A. *Defining Risk. [Definiendo el Riesgo]* Financial Analysts Journal Volume 60 Number 6 CFA Insititute 2004. Disponible en <http://www.riskexpertise.com/papers/risk.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[75] POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law* p. 446 6th Edition 2003 citado en SCHWARCZ, Steven L. *Systemic Risk. [Riesgo Sitémico]* The Georgetown Law Journal Vol. 97 2008. Disponible en <http://www.financial-tracking.com/docs/systemic_risk_by_Schwarcz.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

o decrementos en su disponibilidad, a menudo evidenciado por una volatilidad de precios sustancial en el mercado financiero[76]*.* A su vez hace la diferencia entre esta y las caídas de los mercados producto de variaciones normales y nos refiere que *aunque estas caídas ocurren a veces combinadas con el riesgo sistémico, estas son mejor etiquetadas como riesgo sistemático, que es aquel riesgo que no puede ser diversificado y que por tanto afecta a la mayoría, sino a todos los participantes en el mercado*[77]*.*

De la explicación señalada queda claro entonces que el riesgo sistémico se refiere a un riesgo en un sector del mercado y el riesgo sistemático hace alusión a un riesgo en la totalidad del mercado y por ello se llama también riesgo de mercado.

D.2.2. Riesgo No Sistemático

Este riesgo es también conocido como riesgo diversificable, riesgo único o riesgo específico. Se considera que este *afecta a un solo activo a un grupo pequeño de ellos*[78]. Es diversificable porque el riesgo puede disminuir de acuerdo a la conformación de una cartera adecuada de activos entre los que se presente comportamientos correlativos negativos o próximos a estos. En teoría este riesgo se puede eliminar.

D.3. Riesgo y Protección al Inversionista

Al momento que un inversionista cualquiera cuenta con los excedentes suficientes para realizar sus inversiones, una pregunta clave es ¿Cuál es el riesgo de realizara tal o cual inversión? Una vez respondido ello se ocupa de verificar que rendimientos podrá obtener de las distintas opciones que maneje. Se considera además que un inversionista con aversión al riesgo deberá evaluar si las opciones de inversión merecen el riesgo que presentan, es decir, si los réditos obtenidos de ellas justifican su apuesta por las mismas.

Dado que se han visto casos de réditos excesivos que han servido de anzuelo para capturar inversionistas como en el caso Madoff, es importante abordar los riesgos pues ellos son importantes también a la hora de proteger al inversionista, pues

[76] SCHWARCZ, Steven L. *Systemic Risk. [Riesgo Sitémico]* The Georgetown Law Journal Vol. 97 2008. Disponible en <http://www.financial-tracking.com/docs/systemic_risk_by_Schwarcz.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[77] CAMPBELL R. Harvey's Hypertextual Finance Glossary, <http://www.duke.edu/%7Echarvey/Classes/wpg/bfgloss.htm#systematic_risk> (accedido el 31/10/2011)

[78] ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.; *Fundamentos de Finanzas Corporativas.* McGraw Hill/Interamericana Editores S.A. de C.V. México D.F. 2010 p. 411.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

muchas veces se hacen promesas de rendimientos que no son necesariamente ciertas.

La relación entre riesgo y protección al inversionista entonces se da de manera natural. En un estudio realizado, en base a datos de 45 países entre los años 1976-2000, respecto a la relación entre riesgo y protección al inversionista Bonfiglioli obtuvo conclusiones que vale la pena consignar en esta sección. Las conclusiones de Bonfiglioni[79] son:

1. **Protección al inversionista e inequidad social:** *Una mejor protección al inversionista afecta la inequidad [en una sociedad] de dos maneras: (i) Mejora la distribución del riesgo, por tanto reduce la volatilidad de ingresos para emprendedores arriesgados; e (ii) incrementa la porción de empresas arriesgadas, y por tanto la exposición al riesgo de las réditos de los agentes. Al mismo tiempo que (i) tiende a reducir la inequidad, (ii) la incrementa.*
2. **Protección al inversionista y riesgo:** *El análisis muestra que el efecto de la "toma de riesgo" (i) domina cuando la protección al inversionista es baja dado que los empresarios arriesgados todavía enfrentan un riesgo considerable respecto de sus réditos, mientras que el efecto de la "distribución de riesgo" (i) prevalece cuando la protección al inversionista es alta dado que un mejor sistema de garantías se aplica a una gran cantidad de empresarios arriesgados.*
3. **Protección al inversionista e inequidad en los ingresos:** *Por tanto, la relación entre la protección al inversionista y la inequidad en los ingresos se predice que es no monótona. Por otra parte, dado que la protección al inversionista afecta la estructura financiera de la economía, la misma relación no monótona se mantiene entre la porción de financiamiento externo similar a la de capital propio y la inequidad.*

[79] BONFIGLIOLI, Alessandra; *Investor Protection and Income Inequality: Risk Sharing vs. Risk Taking. [Protección al Inversionista y Desigualdad de Ingresos: Riesgo Compartido vs. Riesgo Asumido]* Institute for Economic Analysis-CISC and CEPR. May 17, 2010. Disponible en <http://pareto.uab.es/wp/2010/82710.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

"Protect your good image from the eyes of negative viewers, who may look at your good appearance with an ugly fiendish eye, and ruin your positive qualities with their chemical infested tongues."

Michael Bassey Johnson

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Capitulo II

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

II. PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

A. BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS PRINCIPIOS DE LA OCDE

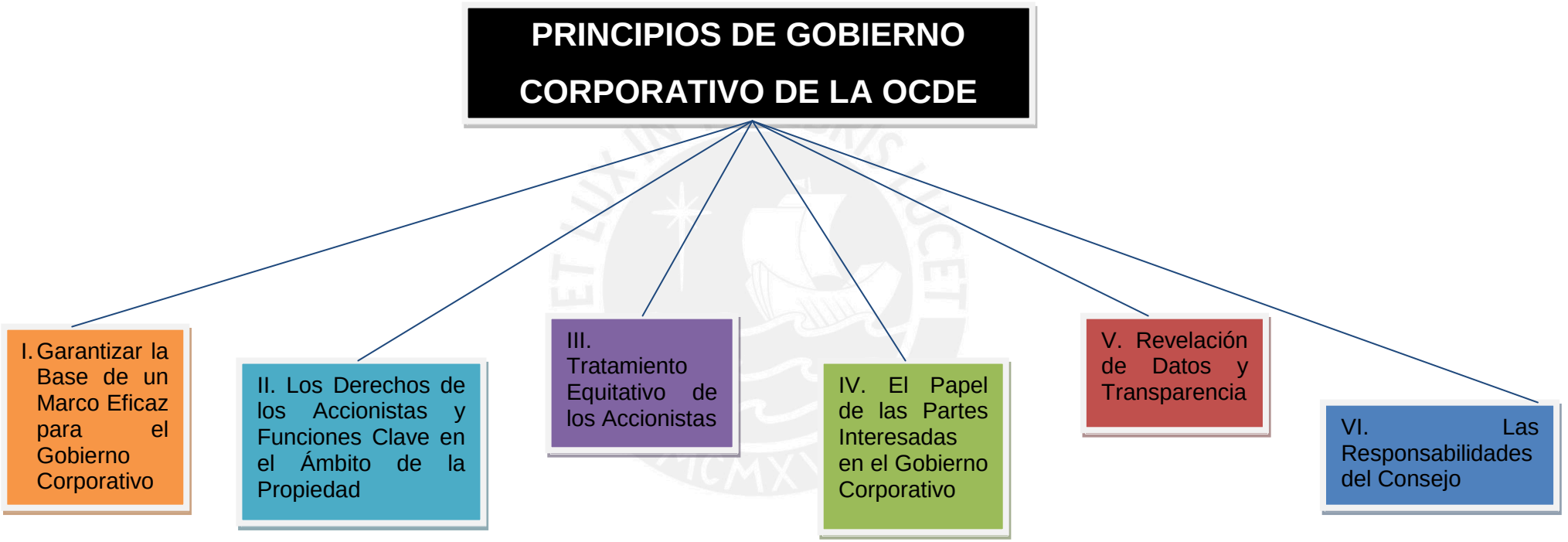
A.1. Definición de Buen Gobierno Corporativo

Para definir el gobierno corporativo apelamos al documento elaborado por Corporación Andina de Fomento (CAF), la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Superintendencia de Compañías del Ecuador[80] quienes afirman que e*l buen gobierno corporativo, busca transparencia, objetividad, equidad en la organización y principalmente la protección de todas las partes interesadas tales como los inversionistas, empleados, acreedores, y todos los demás entes que tengan vinculación con la empresa.*

[80] INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO *Guía Estudiantil de Mercado de Valores: Conocimientos Generales.* Página 34. Disponible en <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

A.2. PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE[81,82]

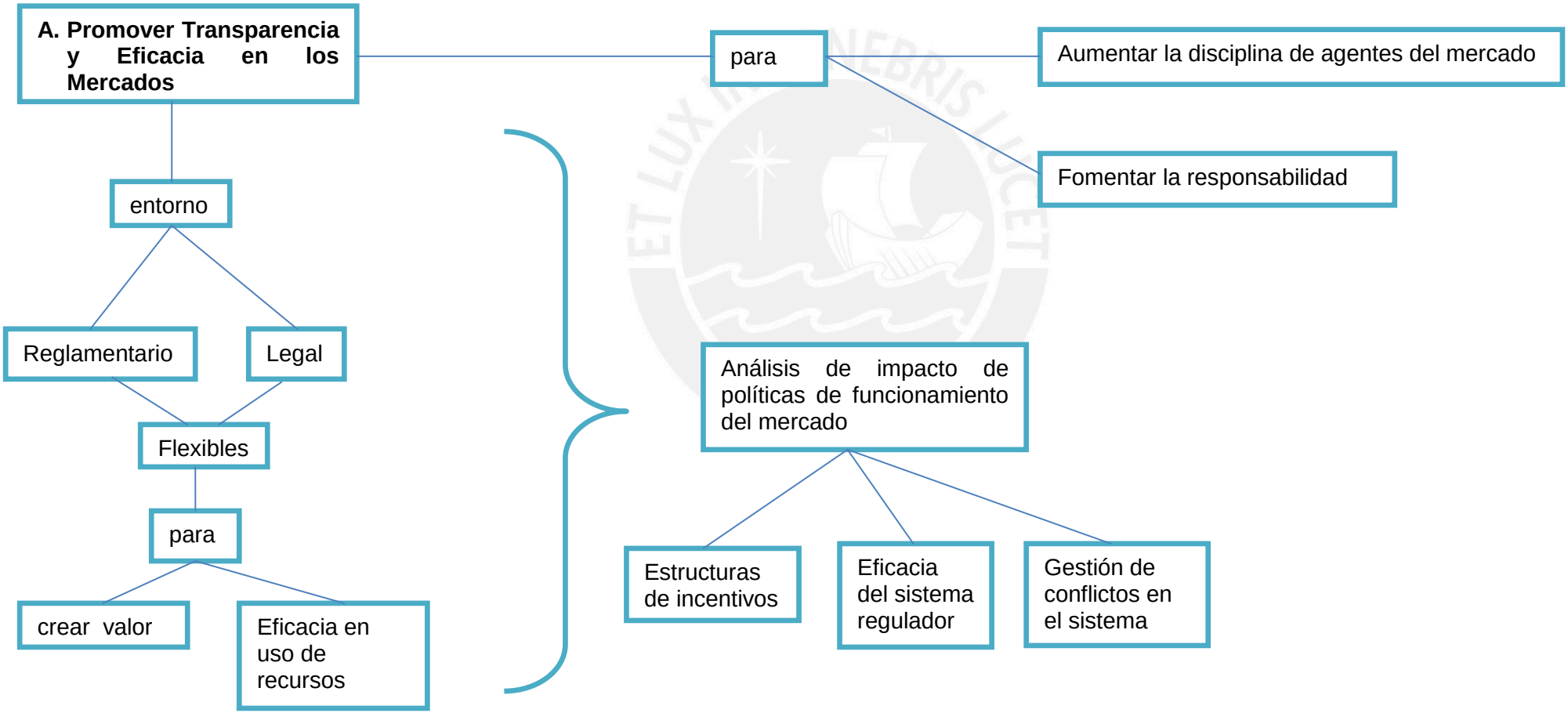


[81] OECD *Principles of Corporate Governance 2004*. *[Principios de Gobierno Corporativo 2004]* Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (accedido el 18/03/2014)

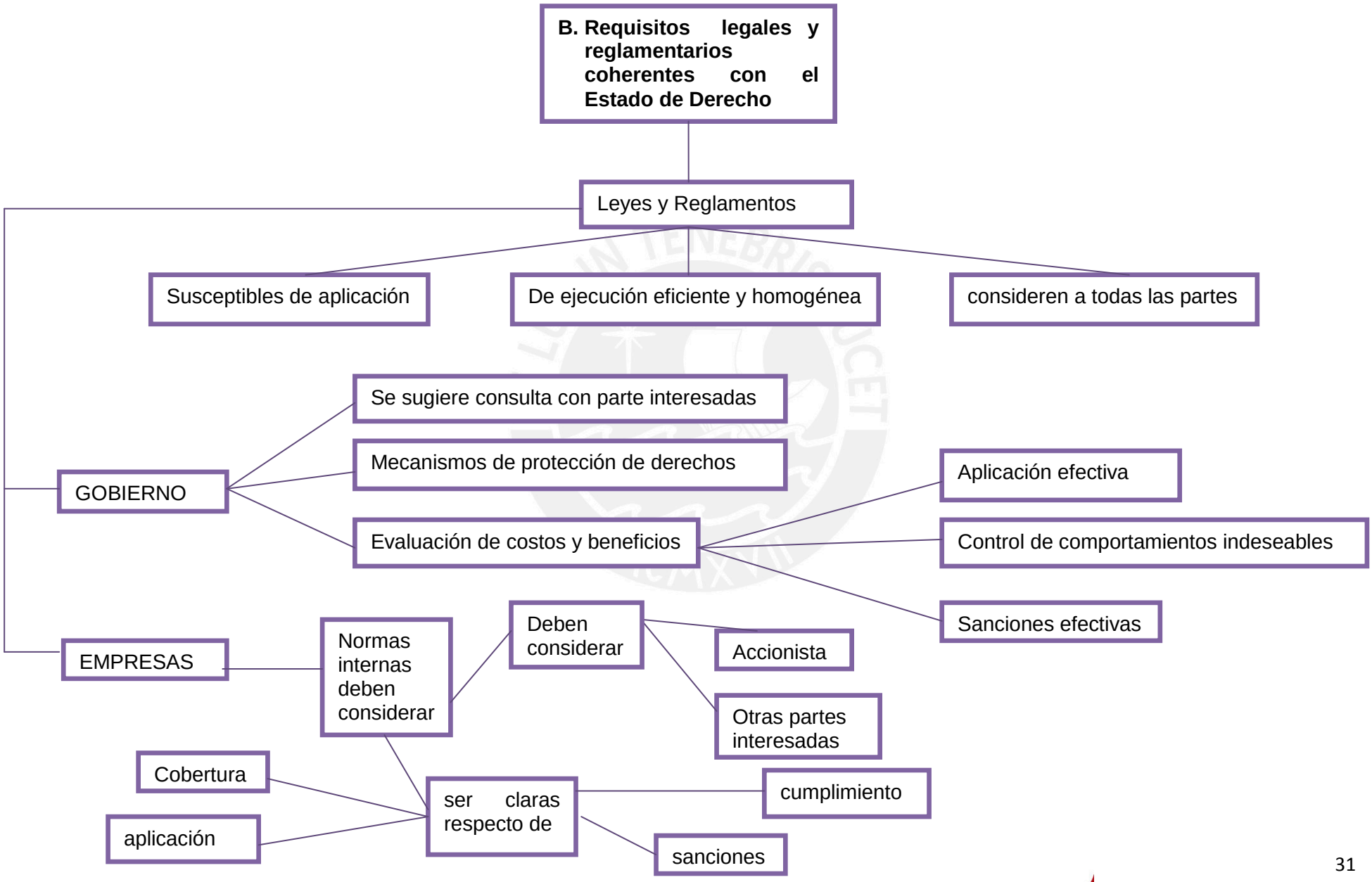
[82] OCDE *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE* 2004. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

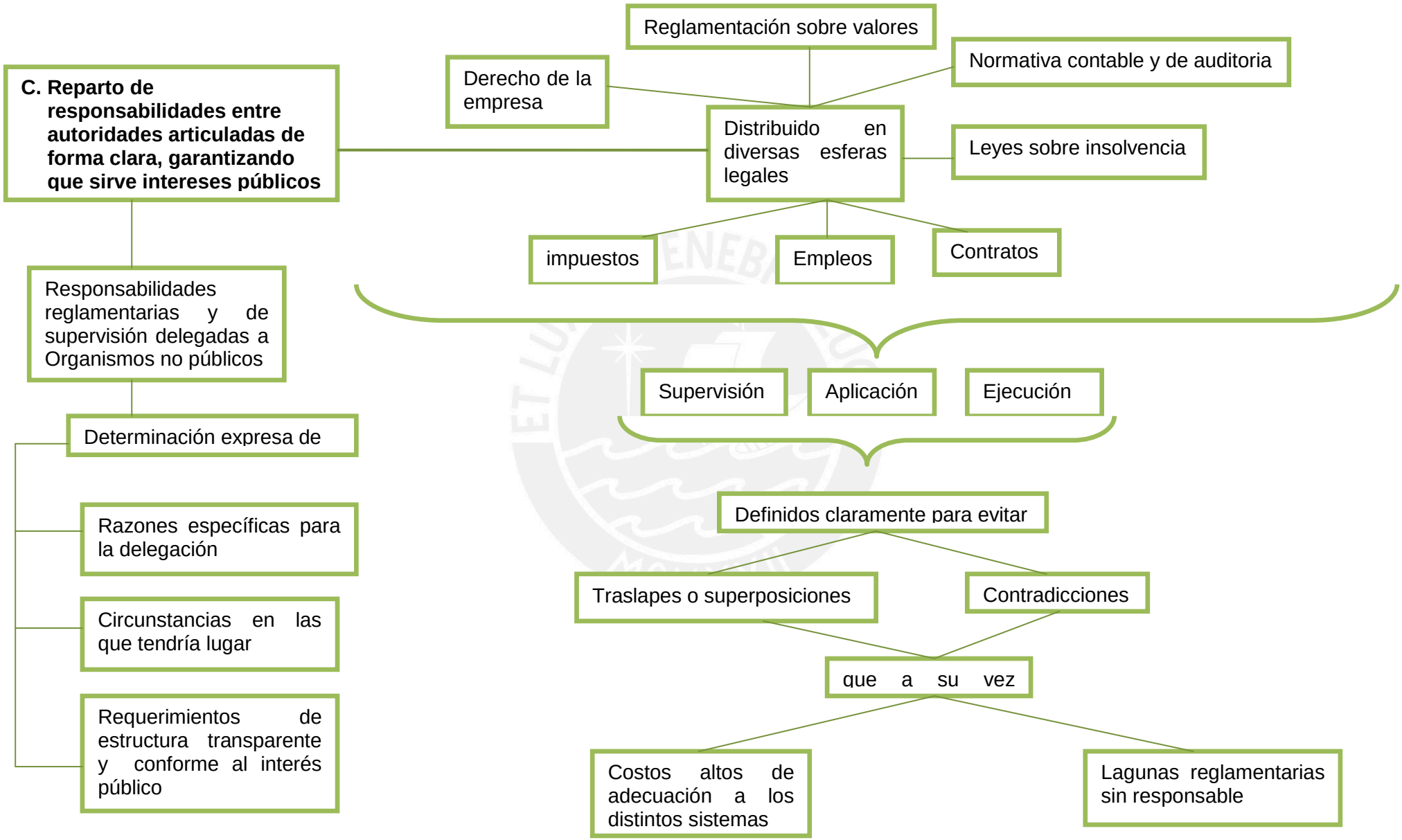
PRINCIPIO I
GARANTIZAR LA BASE DE UN MARCO EFICAZ PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO



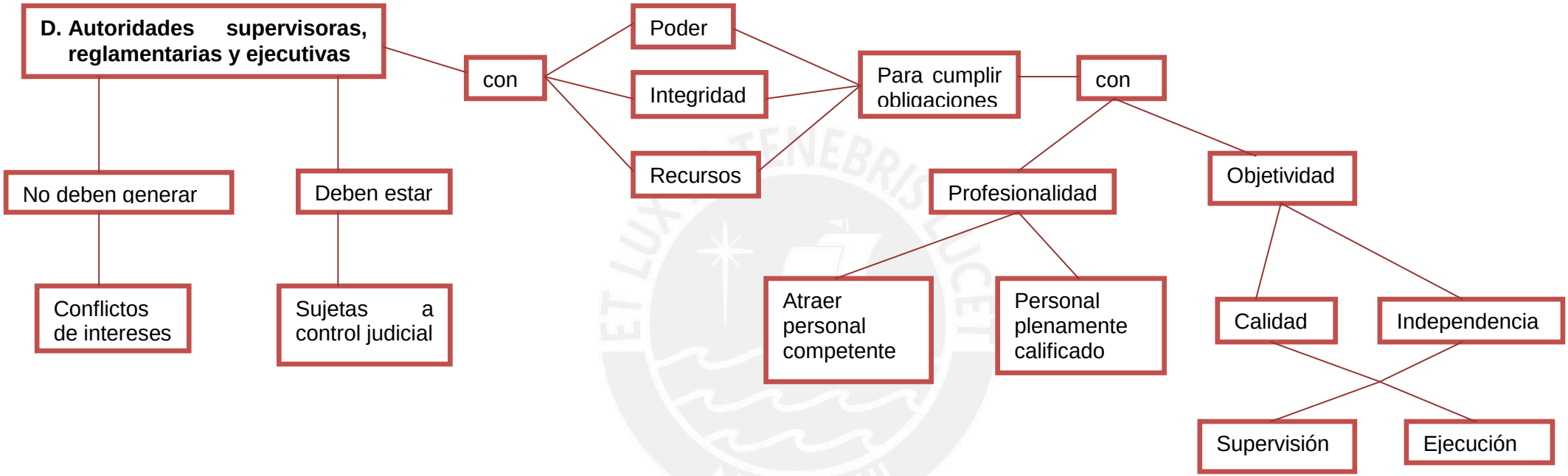
Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

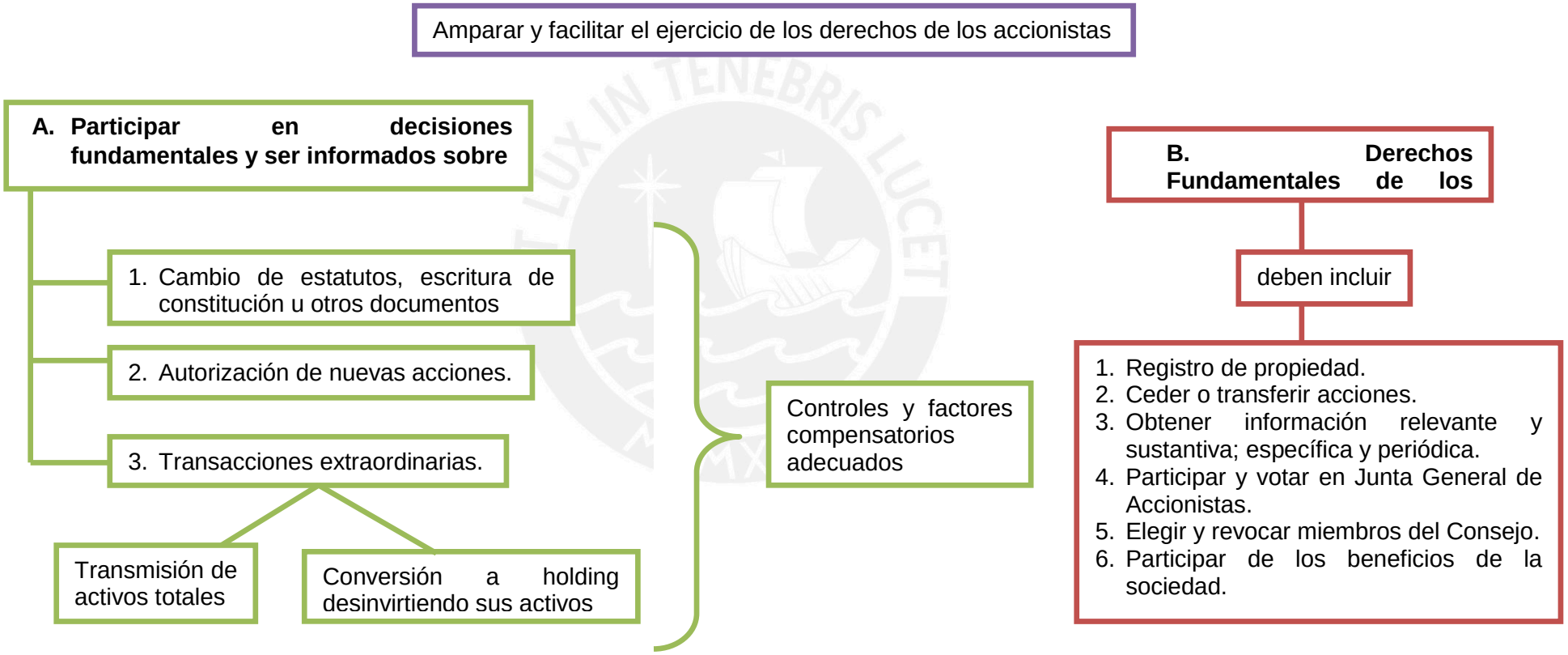


Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

PRINCIPIO II
LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS Y FUNCIONES CLAVE EN EL ÁMBITO DE LA PROPIEDAD



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

C. Participar efectiva y votación en Junta General de Accionistas

1. Previamente

- Información suficiente
- Lugar de celebración
- Orden del día
- Información completa y puntual sobre cuestiones a decidir

2. Durante

- Oportunidad de preguntar incluidas las relativas a la auditoría externa anual
- Incluir cuestiones de orden del día (dependiente del grado de concentración accionaria)
- Proponer resoluciones (sujetas a limitaciones razonables)

3. Durante

- (opcional) voto consultivo de la Junta General de Accionistas
- Propuesta y elección de miembros del Consejo
  - Publicación de
    - experiencia y antecedentes de candidatos
    - Política retributiva por parte del Consejo
- Decidir sobre política de remuneraciones de administradores y
  - Relación retribución-resultado para evaluar capacidad del Consejo

4. Durante

- Voto por delegación
  - Se deben revelar las directrices para el voto delegado al Consejo
    - Cuando se decida sobre
      - El fondo de pensiones de la sociedad
      - Planes de participación accionaria de empleados
- Voto personal
- Favorecer uso de tecnología para voto no presencial

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

D. Convenios y agrupaciones para adquirir grado de control desproporcionado deben ponerse al descubierto

- SE SOLICITA: → Revelar los acuerdos
- Acuerdos para
  - Tener derechos preferenciales en compra de acciones
  - Abstenerse de vender acciones por plazo determinado
  - Voto en bloque
- SE SUGIERE:
  - Limitar la duración de los acuerdos
  - Hacer seguimiento a los acuerdos

Limitaciones para influir a los accionistas

- Accionariado cruzado
- Estructuras piramidales
- Acciones con derecho a voto limitado
- Acciones con derecho a voto múltiple

F. Mercados Eficientes y Transparentes

- 2. NO → Recurrir a acuerdos anti-OPAS → Porque puede ser → Obstáculo serio para el funcionamiento del mercado de control societario
- 1. Transparencia en:
  - Adquisición de control societario
  - Fusiones
  - Venta de partes sustanciales de activos
  - Transacciones
    - Condiciones justas
    - Precios transparente

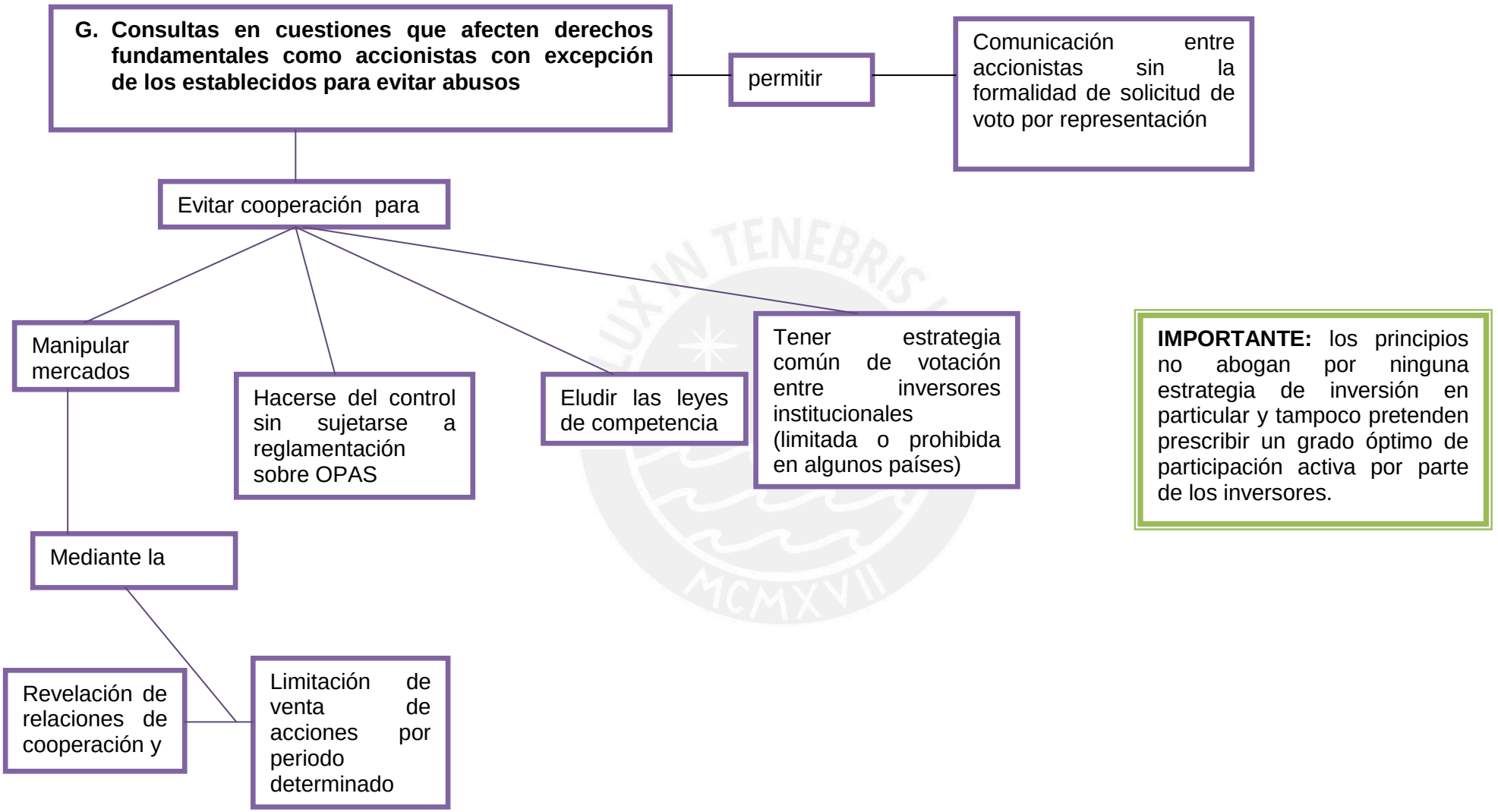
E. Facilitar el ejercicio de derechos de propiedad

Inversores institucionales que actúan como fiduciarios

deben revelar e identificar:

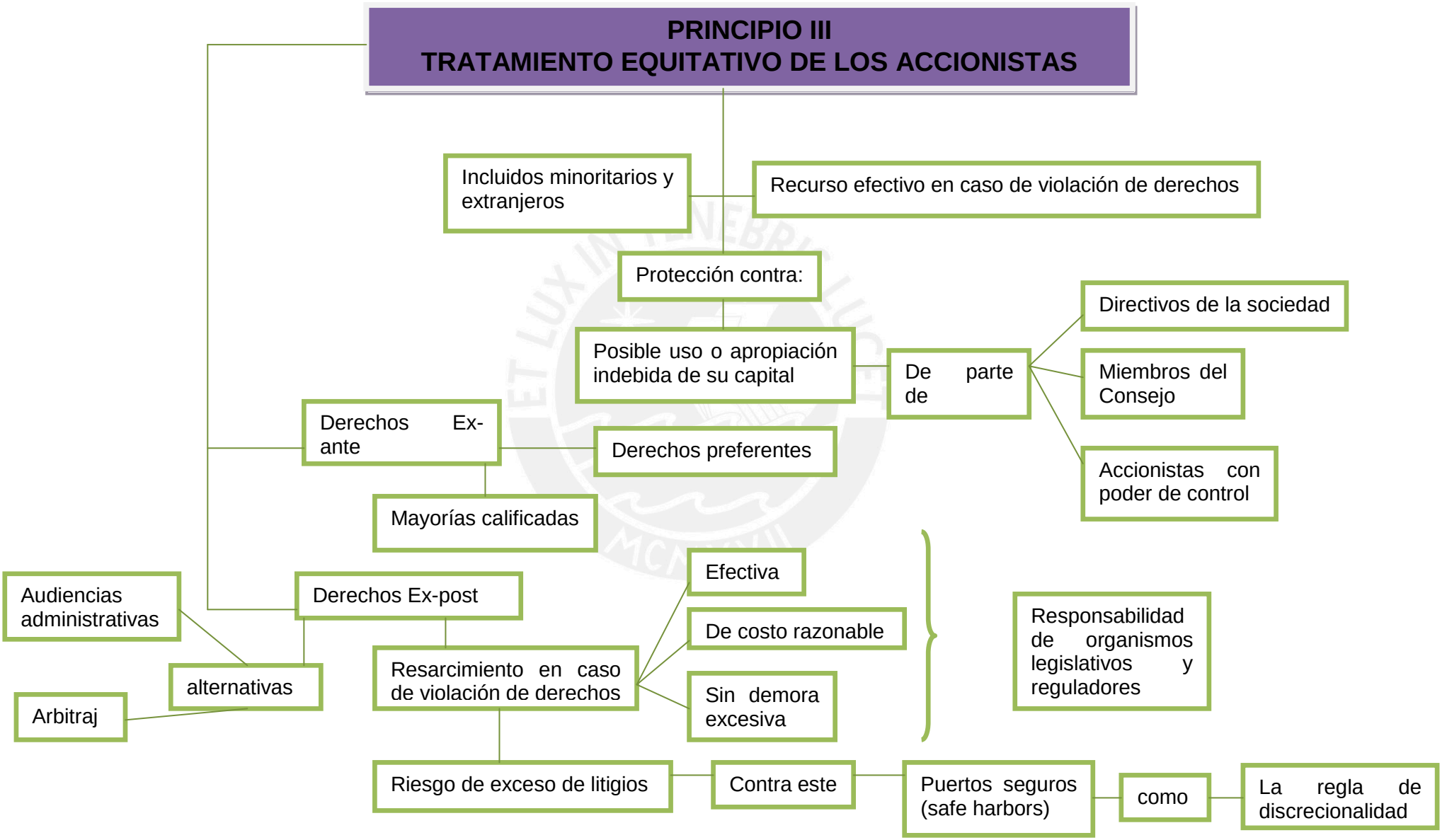
- Políticas generales de
  - Gobierno corporativo
  - votación
- Gestión de conflictos de intereses sobre
- Voto fiduciario vs. Voto de propietarios directos
- Derechos de propiedad de inversores

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



IMPORTANTE: los principios no abogan por ninguna estrategia de inversión en particular y tampoco pretenden prescribir un grado óptimo de participación activa por parte de los inversores.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

A. Trato igualitario a accionistas de una misma serie

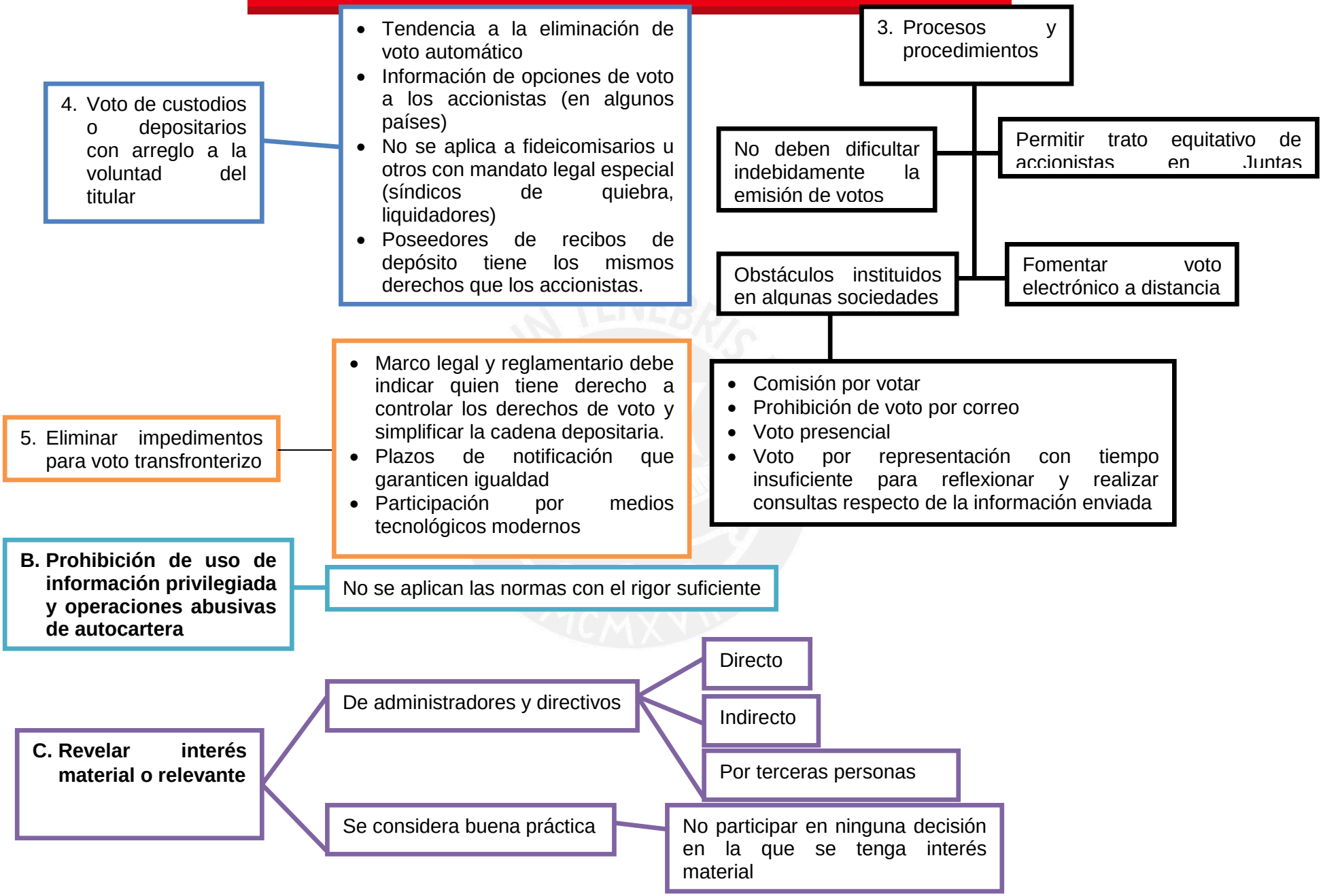
2. Deben tener la posibilidad de

- Conocer los derechos en cada serie y categoría de acciones antes de realizar operaciones de compra
- Que los cambios lo realicen las categorías perjudicadas

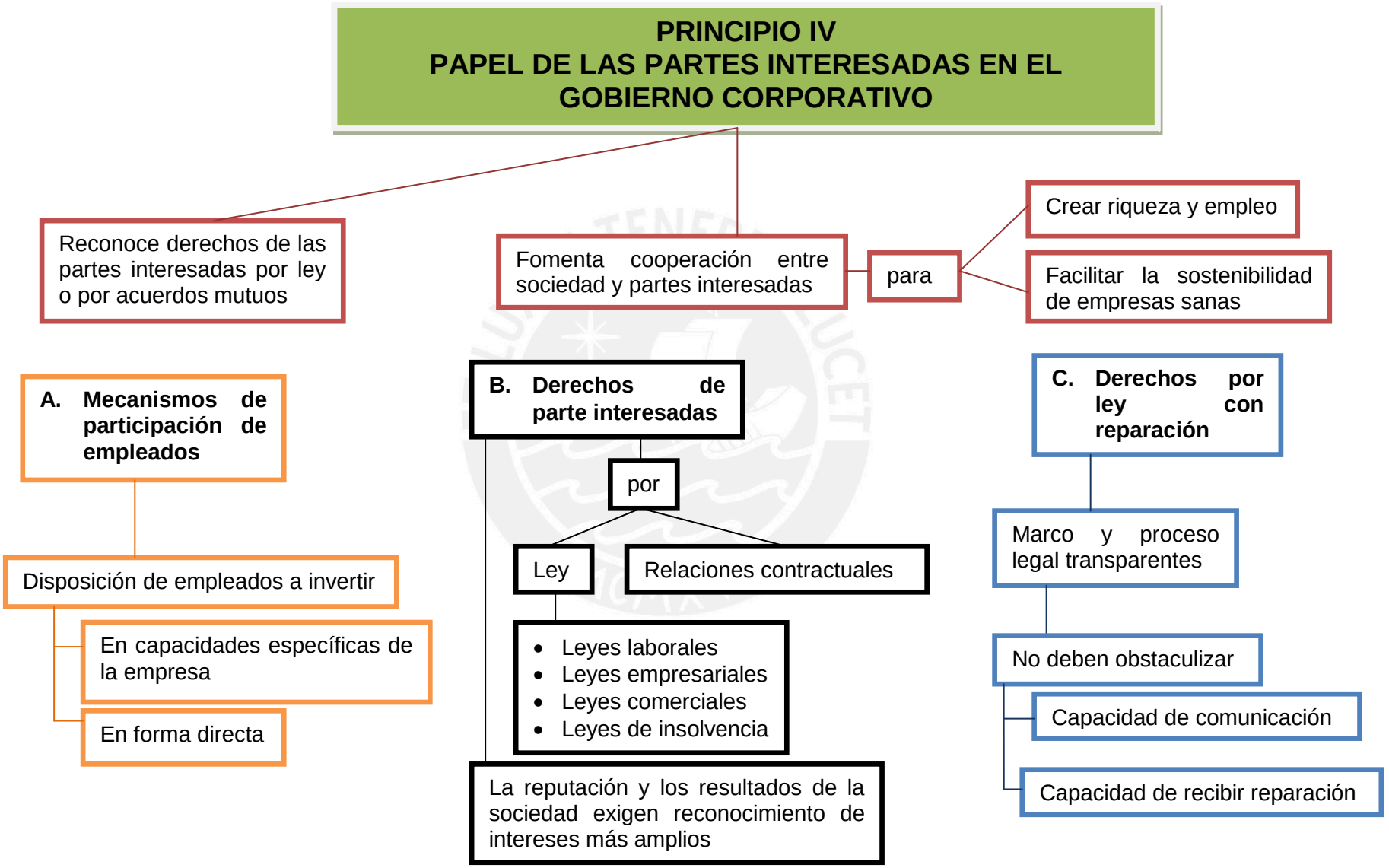
IMPORTANTE: Los Principios no adoptan una postura determinada frente a la idea de "una acción un voto".

1. Protección de accionistas minoritarios
   - Frente a
     - Accionistas con poder de control por
       - Actos abusivos
       - Actos en su
         - Beneficios particulares directos por medio de bonificaciones.
         - Pagos elevados a familiares o socios en planilla.
         - Operaciones inapropiadas con partes vinculadas
         - Influencia sistemática en las decisiones empresariales.
         - Introducción de cambios en la estructura de capital por emisión especial de acciones que favorezcan al accionista con poder de control
   - Riesgo de
     - Cuando lo permitan los sistemas legales y el mercado.
     - Países con marcos legales y reglamentarios débiles
   - Medidas:
     - Revelación de datos
     - Deber de lealtad de los administradores
   - Otras protecciones:
     - Derecho preferente en emisión de acciones.
     - Mayorías cualificadas para decisiones que afecten a los accionistas
     - Posibilidad de voto acumulado para elegir al Consejo
     - Pleitos derivativos (derivative action) y acción popular (class action)
     - Aquellas que dependan del marco legal y reglamentario

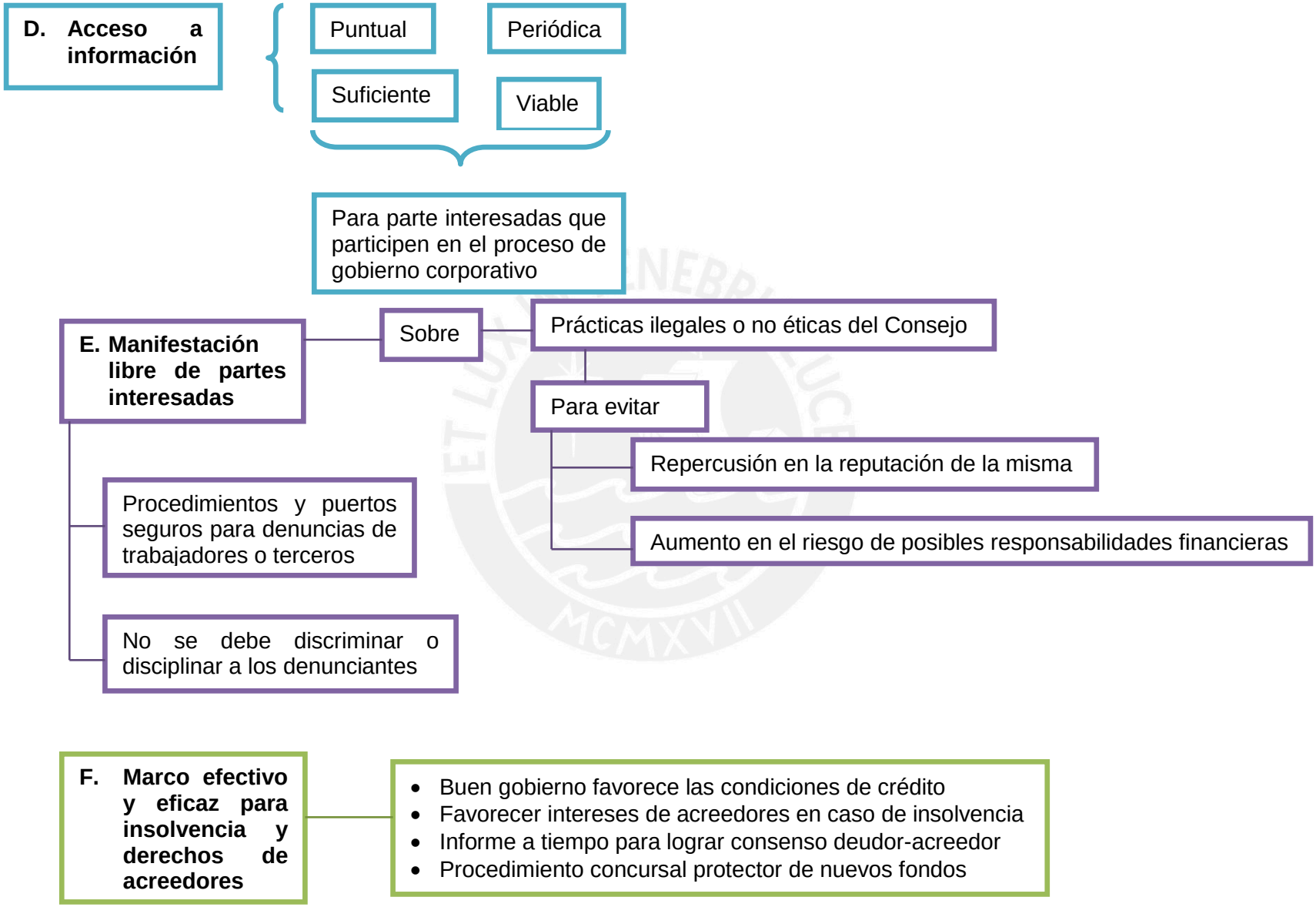
Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

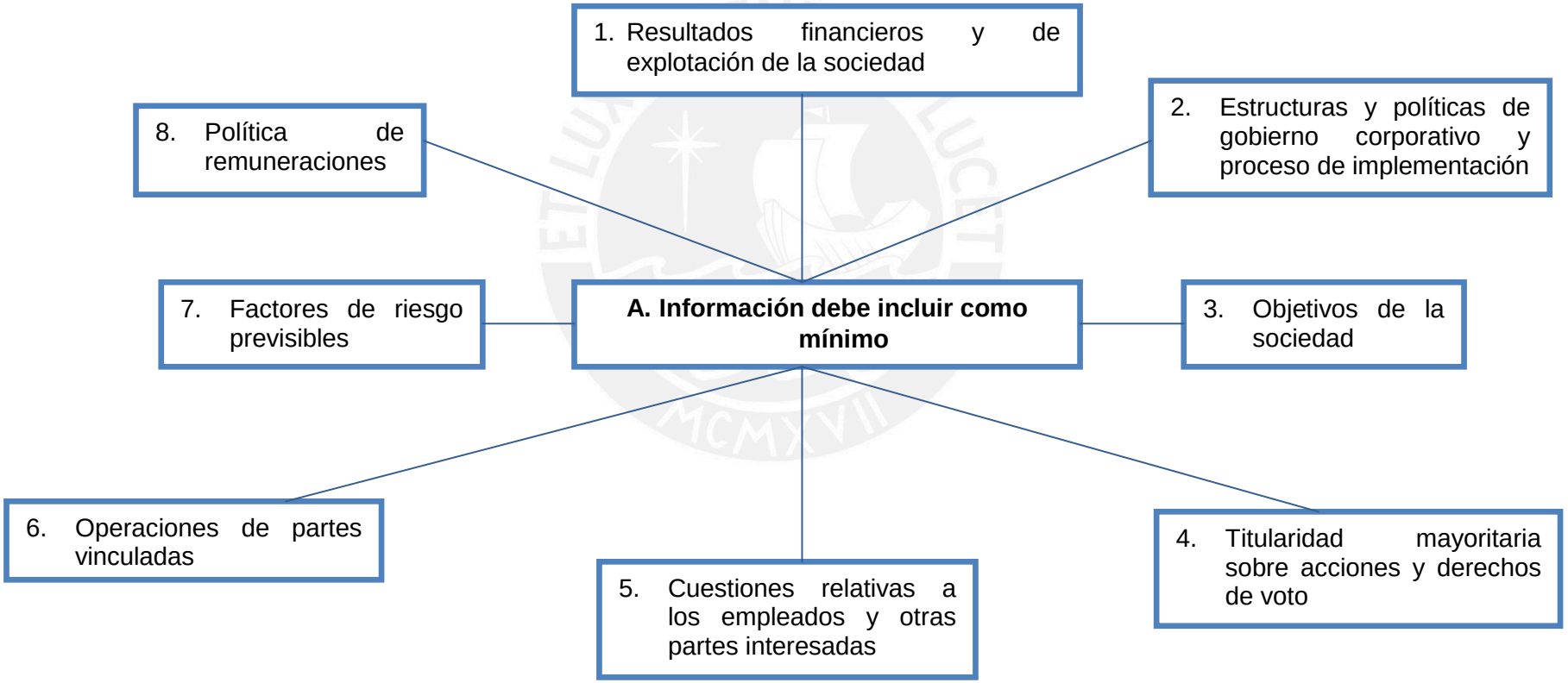


Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

PRINCIPIO V
DIVULGACION DE DATOS Y TRANSPARENCIA



Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

F. Complementación con opiniones de analistas, corredores, agencias de calificación y similares sin conflictos de intereses

- Permite evaluar riesgos asociados y el carácter de asesoramiento y de la información

E. Canales de divulgación de información que garanticen acceso igualitario, puntual y asequible a los usuarios

- Uso de medios y sistemas electrónicos
- Obligación de divulgación continuada o actual (en algunos países)

C. Información elaborada y divulgada siguiendo normas de alta calidad contable, financieras y no financieras

- Mayor grado de fiabilidad de informes
- Posibilidad de comparación
- Acceso amplio a resultados de la sociedad
- Calidad depende de normas aplicadas
- Obligación a sociedades con cotización oficial (en algunos países)

D. Auditores externos responden ante los accionistas y frente a la sociedad, aplican la diligencia debida (profesional) durante la auditoria

- Compromiso ante la sociedad y no ante otro grupo profesional o directivos
- Recomendados por comité o similar designado por Junta General de Accionistas

B. Auditor independiente, competente y calificado para dar garantía externa y objetiva de estados financieros y resultados en todos sus aspectos materiales

- Incluir juicios de valor sobre la elaboración y presentación de estados financieros
- Comité de auditoría o equivalente supervisa auditoría interna
- Revelación de pagos a auditores externos por servicios no relacionados
  - Limitación de % de ingresos por servicios no relacionados
  - Limitación de % total de ingresos provenientes de un solo cliente
- Preocupación por la competencia de los auditores

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

PRINCIPIO VI
RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO

A. Cumplir con sus responsabilidades contando con

- Información precisa
- Información oportuna
- Información relevante

B. Juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad

1. Designar número suficiente de miembros no ejecutivos
2. Comisiones creadas con reglas especificas
3. Posibilidad de comprometerse efectivamente con sus responsabilidades

C. Niveles de ética elevados

- Límites claros en el ámbito de intereses particulares y comercio de acciones de la sociedad
- Credibilidad y confianza
  - Operaciones cotidianas
  - Compromisos a largo plazo

D. Trato justo a los accionistas

Si las decisiones pueden afectar de manera distinta a los accionistas

E. Funciones clave

1. Revisión y orientación de la estrategia de la empresa.
2. Control de la eficacia de las prácticas de gobierno de la sociedad.
3. Selección, retribución y sustitución de directivos principales
4. Alineamiento a los intereses de la sociedad y de los accionistas
5. Formalidad y transparencia en propuesta y elección de sus miembros
6. Control y gestión de conflictos de intereses
7. Integridad en la presentación de informes contables y financieros
8. Supervisión de revelación de datos y de las comunicaciones

F. Consejo debe actuar cumpliendo

- Deber de diligencia
  - Información más completa
  - Buena fe
  - Diligencia y atención debidas
- Deber de lealtad
  - Trato equitativo a accionistas
  - Control de operaciones con partes vinculadas
  - Establecimiento de políticas restitutivas

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

B. NORMATIVA PÚBLICA Y PRIVADA SOBRE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

En este punto es importante conocer que planteamientos existen en nuestro medio respecto del buen gobierno corporativo. No se considera en esta sección ya la parte propiamente normativa relacionada al buen gobierno corporativo que se ha abordado en el capítulo uno. Por ello, nos ocuparemos primordialmente de documentos elaborados por entes públicos y privados para empresas peruanas que nos dará una visión de lo que consideran importante, en este sector, sobre gobierno corporativo.

B.1. PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS (2002)

Para este documento se han considerado los Principio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo económico (OCDE) aprobados en abril de 1999. Es importante señalar que los Principios de la OCDE tienen como última versión en uso los aprobados en el año 2004. Este instrumento como se señala en el mismo se deberá *constituir en una guía para las empresas, de tal modo que su implementación evidencie una clara capacidad de autodeterminación y autorregulación promoviéndose de esta manera una cultura de buenas prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, será un marco referencial para que los diferentes grupos de interés puedan medir el grado de adhesión de las empresas peruanas a dichos principios.* El documento que se presentará fue elaborado por un Comité presidido por la Comisión Nacional de Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) e integrada por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), Bolsa de Valores de Lima (BVL), Asociación de Bancos (ASBANC), Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP), Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (PROCAPITALES) y el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financiero (MC&F).

Se deja en claro antes de iniciar este documento que los *Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas*[83] se pueden aplicar a cualquier empresa esté o no inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores pero que algunos son de aplicación exclusiva para las inscritas.

[83] CONASEV *Principios de Buen Gobierno para Sociedades Peruanas* Julio 2002. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

I. LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

A. Se consideran entre sus derechos básicos: 1) estipular método de registro de la propiedad y debida matricula de acciones; 2) en aumento de capital traspasar o transferir acciones con recepción oportuna de certificados de suscripción preferente y acciones suscritas; 3) información relevante oportuna; 4) participación y voto en Juntas Generales de Accionistas; 5) designar miembros del Directorio y 6) participar de beneficios de la sociedad y fijar política de dividendos.

B. Derecho a participar e informarse sobre decisiones que provocan cambios fundamentales (1) enmiendas de estatutos, escrituras de constitución y otros documentos de gobierno; (2) autorización para emisión de nuevas acciones y (3) transacciones extraordinarias.

C. Participación efectiva y votación en Juntas Generales de Accionistas. Para ello debe: 1) información suficiente sobre la convocatoria; 2) oportunidad de introducir puntos en la agenda; 3) solicitar informes y aclaraciones antes y durante las Juntas; 4) voto personal o por delegación.

D. Revelar estructuras o convenios de capital en caso permitan control desproporcionado.

E. Mercados de control societario eficientes y transparentes. 1) información sobre adquisición de control corporativo y transacciones extraordinarias; 2) no se deben emplear mecanismos anti absorción; 3) participación de accionista en la prima de pago por control en OPAS.

F. Lo accionistas deben considera costos y beneficios de sus votos.

G. Los afectados por exclusión de valor del Registro Público del Mercado de Valores pueden desprenderse de sus valores.

H. Propiciar el arbitraje para solucionar controversias entre sociedad y accionistas.

II. TRATAMIENTO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS

A. Trato equitativo a accionistas 1) iguales derechos de voto; 2) depositarios votan siguiendo la voluntad de los titulares; 3) proceso y procedimientos de Junta General de accionistas permiten trato equitativo.

B. Directores independientes

C. Prohibición de uso de información privilegiada

D. Revelación de interés material de Directivos y Gerentes

III. LA FUNCION DE LOS GRUPOS DE INTERES EN EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES

A. Respeto de los derechos de los grupos de interés

B. Reparación efectiva por violación de derechos

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

C. Participación activa de grupos de interés

D. Acceso a información relevante

IV. COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA

A. Información material disponible, es decir, aquella información que podría influir en la toma de decisiones de sus usuarios.

B. Preparar, auditar y presentar información de acuerdos a los más altos estándares incluyendo riesgos financieros y no financieros

C. Por lo menos una auditoria anual por entidad independiente.

D. Acceso a la información justo, regular y a costo razonable 1) por igual; 2) atención a pedidos de información y 3) aclarar calidad de confidencial de información brindada.

E. Información de hechos que ya nos son confidenciales

F. Contar con auditoría interna para 1) evaluación de información permanente; 2) control internos fuerte; 3) evitar errores y contingencias; 4) tener política integral de control interno; 5) informar al Directorio y a la Gerencia General.

V. LAS RESPONSABILIDADES DEL DIRECTORIO

A. Labor de buena fe, con diligencia, cuidado y reserva apuntando al mejor interés de la empresa y sus accionistas.

B. Actuación justa con todos los accionistas

C. Considera el interés de grupo y en concordancia con la ley

D. Cumplir con funciones clave.

E. Ser independiente de la administración y ser objetivo en sus juicios, considerando: 1) necesidades y dimensiones de la sociedad; 2) tiempo suficiente para ocuparse de los asuntos de la sociedad; 3) pluralidad de opiniones.

F. Información precisa y relevante para los miembros del Directorio.

G. Remuneración en relación directa a su dedicación y experiencia

H. Operatividad 1) instruir a nuevos directores; 2) comunicación entre directores titulares y suplentes; 3) procedimientos específicos de elección de reemplazantes.

I. Delimitación de funciones del Presidente del Directorio, del Presidente Ejecutivo y del Gerente General evitando concentración de funciones, atribuciones y responsabilidades.

VI. SOCIEDADES NO INSCRITAS EN EL REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES

1. Sesiones regulares del Directorio.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

2. Estructura organizacional concordante con sus objetivos y Gerencia profesional.
3. Suministro de información siguiendo estándares y políticas claras.

B.2. 26 PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA SOCIEDADES PERUANAS

Estos forman parte del Índice de Buen Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores[84] de Lima lanzado el 1 de julio de 2008. Este igualmente toma como base los Principios de la OCDE.

I. LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

1. La agenda debe contener temas específicos de discusión.
2. Fijación de un lugar de reunión que facilite la asistencia de los accionistas.
3. Posibilidad de introducir nuevos temas en agenda.
4. Posibilidad de canjear acciones sin derecho a voto por otras con derecho a voto.

II. TRATAMIENTO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS

5. Contar con número suficiente de Directores con juicio independiente.
6. Directores independientes elegidos por sus calidades personales sin vínculos con la administración.

III. COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA

7. Auditorías externas para dictaminar asuntos más allá de los contables.
8. Atención a pedidos particulares de información por parte de cualquier grupo de interés.
9. Resolver dudas sobre confidencialidad de información.
10. Auditoría interna con independencia cumpliendo con los principios de diligencia, lealtad y reserva.

IV. LAS RESPONSABILIDADES DEL DIRECTORIO

11. Cumplimiento de sus funciones claves.
12. Selección, control y sustitución de ejecutivos principales.
13. Evaluación de remuneraciones de ejecutivos principales y miembros del Directorio.
14. Seguimiento y control de posible conflictos de intereses.
15. Custodiar la integridad de los sistemas de contabilidad y estados financieros.
16. Supervisión de prácticas de gobierno corporativo.
17. Supervisión de la política de información.
18. Conformar órganos especiales en caso sea necesario.
19. Determinar número de miembros del Directorio que provea pluralidad de opiniones.

[84] BOLSA DE VALORES DE LIMA *Sobre el Índice de Buen Gobierno Corporativo* Suplemento Especial. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

20. Facilitación a los Directores de información completa respecto de los asuntos a tratar en las sesiones.
21. Decidir sobre contrato de servicios de asesoría especializada.
22. Instruir a los nuevos Directores.
23. Determinación de procedimientos de elección de Directores y reemplazantes.
24. Especificar funciones de Presidente de Directorio, Presidente Ejecutivo, Gerente General y otros pertinentes.
25. Evitar concentración de funciones, atribuciones y responsabilidades.
26. Determina relación remuneraciones –resultados por los menos para parte de las remuneraciones de la Gerencia.

C. NIVEL DE CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

El grado de cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo se mide por la CONASEV[85] (hoy Superintendencia de Mercado de Valores) en documentos de trabajo anuales y comprende a aquellas empresas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV). La información base utilizada para esta evaluación es aquella que consta en las memorias anuales de las empresas estudiadas. Este documento de trabajo se publica anualmente desde el año 2006.

GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DURANTE EL 2009

El objetivo de este documento es el de conocer la situación de las sociedades inscritas en el RPMV y su cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo. La calificación se basa en los contenidos de las memorias anuales de las sociedades presentados a CONASEV y a la Bolsa de Valores de Lima. Se utiliza esta información pues en primer lugar la presentación de las memorias anuales es obligatoria para las sociedades anónimas inscritas en el RPMV y segundo porque no es obligatoria la adopción plena de principios de buen gobierno corporativo sino que simplemente se pronuncien sobre su nivel y forma de adecuación a dichos principios.

Base Legal

La elaboración del documento de trabajo se aprobó mediante Resolución Gerencia General Nº 096-2003-EF/94.11 y el nuevo esquema de autoevaluación de cumplimiento de los principios mediante la Resolución Gerencia General Nº 140-2005-EF/94.11

[85] CONASEV *Grado de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo durante el 2009*. 23 de diciembre de 2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INFORME_PBGC_2009.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

Metodología

Primer Nivel

Evaluación sobre el universo de sociedades obligadas a la presentación sobre el cumplimiento de los principios de Buen Gobierno

Segundo Nivel

Situación detallada del nivel de aplicación de prácticas de buen gobierno en 69 sociedades las cuales cumplen con:

Criterio 1: Sociedades con valores que formaron parte del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima vigente a partir del 1 de julio de 2009 (26 sociedades)

Criterio 2: Sociedades fuera del Criterio 1 pero que al cierre del mes de junio mantenían en circulación valores emitidos por Oferta Pública Primaria por un monto mayor o igual a S/. 75 millones (28 sociedades)[86].

Criterio 3: Sociedades ajenas a los criterios anteriores**,** pero evaluadas respecto de su cumplimiento n memorias desde el 2005 al 2008 (15 sociedades).

Es muy importante recalcar que: La evaluación considera veraz la información presentada en las memorias anuales de las sociedades evaluadas.

Resultados

Para los hallazgos de resultados se trabajó con 199 de un universo de 223 empresas que cumplieron con presentar las memorias anuales con información sobre cumplimiento de los principios. En este grupo se observó y recomendó principalmente la implementación en documentos internos de los principios de buen gobierno, que la evaluación subjetiva tenga sustento y se corresponda con criterios objetivos, contar con responsables de revelen, expliquen y aseguren la calidad de la calificación subjetiva.

Para el 2009 la calificación subjetiva promedio general pasó de 3.39 (2008) a 3.40 excepto en: *los principios referidos a acciones de inversión o acciones sin derecho a voto (principio 5), directores independientes (principio 6), auditoría interna (principio 10), comités de directorio (principio 18), contratación de servicios de asesoría (principio 21) y remuneración de la gerencia en función de resultados de la empresa (principio 26)*[87].

[86] CONASEV *Grado de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo durante el 2009*. 23 de diciembre de 2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INFORME_PBGC_2009.pdf> (accedido el 18/03/2014)

[87] CONASEV *Grado de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo durante el 2009*. 23 de diciembre de 2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INFORME_PBGC_2009.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

A. Derechos de los Accionistas

A partir de la calificación subjetiva y de la información objetiva se tiene que, las sociedades no van más allá de los requerimientos legales para convocar a Juntas Generales de Accionistas a pesar de las facilidades que ofrecen las nuevas tecnologías, ocurre algo similar con la facilidad para incluir puntos en la agenda, brindar información a través de medios distintos al físico. Para el caso del seguimiento a los acuerdos la mayoría cuenta con más de un órgano para hacer este control y casi todas no limitan el derecho de representación de sus accionistas. Asimismo, en casi todas, la política de dividendos fue aprobada en Junta General de Sociedades.

B. Tratamiento Equitativo de los Accionistas

En ninguna sociedad hubo canje de acciones sin voto por acciones con derecho a voto (en los últimos cinco años). Las sociedades valoraron, en su mayoría, que existe independencia entres sus Directores por no existir requisitos especiales para su elección. En la mayoría existe o existió el doble ejercicio de Director y de cargo gerencial así como la existencia de directores comunes con otras sociedades.

C. Comunicación y Transparencia Informativa

La información objetiva contrastada con la valoración subjetiva muestra que, la auditoría externa se halla a cargo, en más de un tercio de los casos, en manos de la misma empresa en los últimos 5 años. La decisión de su elección corre a cargo, en su mayoría, de la Junta General de Accionistas o del Directorio por delegación de la Junta General de Accionistas. Los mecanismos para la elección del auditor externo no se hallan por escrito o no existen. Finalmente, en la mayoría de los casos se comparte al auditor externo entre sociedades de un mismo grupo económico.

En cuanto a la auditoría interna, la mayoría de las sociedades cuentan con esta área independiente y que se dedica sólo a estos menesteres, aunque todavía un cuarto de ellas no tiene regulación expresa sobre sus funciones.

En relación a solicitud de información la mayoría ofrece diversos medios para pedirla, se le encarga satisfacer las demandas a la Gerencia General siendo diverso el criterio en cuanto a un órgano adicional, los procedimientos de petición no se hallan expresamente regulados o no existen, en la mayoría de casos. Los reclamos por acceso a la información se dieron sólo en un caso.

En relación a la confidencialidad de la información la mayoría de las sociedades cuentan con criterios preestablecidos para clasificarla como tal.

D. Las Responsabilidades del Directorio

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

De la información objetiva evaluada se tiene que, la mayoría cuenta con regulaciones específicas de las funciones del Directorio, aunque un quinto de ellos no consigna regulación alguna. Algo similar ocurre con el reemplazo de ejecutivos principales y miembros del directorio.

Las políticas de control de posible conflictos de interese en la mayoría se halla a cargo del Directorio, lo mismo ocurre con el cumplimiento de velar por la integridad de los estados financieros.

La mayoría de las sociedades cuentan con sistemas de control de riesgos financieros y no financieros aunque todavía un quinto de ellas no cuenta con estos. Por su parte, un preocupante 40% no cuenta con regulación del seguimiento de prácticas de buen gobierno y un tercio de ellas no cuenta con regulación sobre supervisión de la política de información.

Por lo menos la mitad de las sociedades cuenta con un comité de directorio que en la mayoría de los casos es el Comité de Auditoría.

El promedio de directores es de 7.8 y la mayoría afirma tener dentro de este, por lo menos a un Director independiente (en promedio 2.4).

Las remuneraciones en la mayoría de los casos son mixtas (fijas y variables) y en una abrumadora mayoría no cuentan con garantías en caso de despido del gerente general, ni programas de bonificación por cumplimiento de metas.

Las sesiones de Directorio se comunican principalmente por correo electrónico y con una anticipación menor o igual a cinco días. Sólo el 40% cuenta con procedimiento de tratamiento de información confidencial.

La mayoría cuenta con políticas preestablecidas de contratación de asesoría especializada.

Los programas de inducción para nuevos Directores se dan sólo en menos de un cuarto de las sociedades y la mayoría de ellos no cuenta con procedimientos de reemplazo en caso de vacancia.

La gran mayoría considera cumplir con delimitar adecuadamente las funciones de sus principales funcionarios. Además la mayoría cuenta con reglamentos de conducta internos y un poco menos de la mitad registra los casos de incumplimiento de este.

D. MEDICIÓN DEL RIESGO

La medición del riesgo es muy importante para la toma de decisiones en el caso de los inversionistas. Por esta razón es importante su consideración y conocimiento.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

D.1. MEDICIÓN DEL RIESGO EN EMPRESAS CON ACCIONES PÚBLICAS

El riesgo en el rubro financiero se considera como una fuente de beneficios a diferencia del punto de vista en el sector de seguros que es el de una función de pérdida.

Una de las fuentes más importantes para medir el riesgo es la cantidad y calidad de información disponible sobre las compañías en las cuales se pretende invertir.

D.1.1. RIESGO DE UN SOLO ACTIVO

Para medir el riesgo de un solo activo se hace necesario contar con un análisis de sensibilidad de este y su distribución de probabilidades.

a. Análisis de Sensibilidad

Este es un *método para evaluar el riesgo que utiliza varios cálculos de rendimiento posible para obtener una percepción del grado de variación entre los resultados*[88]. Para medir el riesgo del activo se debe de hallar un intervalo que tiene como uno de sus extremos al cálculo pesimista de resultados y al otro extremo el cálculo optimista de resultados. Dependiendo si el intervalo es mayor o menor igualmente será mayor o menor el grado de variación o riesgo del activo.

b. Distribución de Probabilidades

En este modelo se asocian probabilidades y resultados para ello se hace uso de una gráfica de barras en la cual se consignan los resultados de los rendimientos expresados en porcentajes vinculados a su probabilidad. Estos resultados puntuales se pueden convertir en continuos si se conocen todos los resultados posibles y sus probabilidades asociadas.

Medición del Riesgo

Para la medición de riesgo se utilizan indicadores estadísticos como la desviación estándar y el coeficiente de variación.

a. Desviación Estándar

Para el caso de un activo específico se debe determinar un valor esperado que se obtiene como la sumatoria del producto del rendimiento del i-ésimo resultado por la probabilidad de que ocurra el resultado i-ésimo. Una vez conocido el valor esperado, la desviación estándar no será más que la *medición de la dispersión alrededor del valor esperado*[89]. El riesgo resultante será directamente proporcional al valor de la desviación estándar.

[88] GITMAN, Lawrence *Principios de Administración Financiera* Naucalpan de Juárez. Pearson Educación 2007 p. 199.

[89] GITMAN, Lawrence *Principios de Administración Financiera* Naucalpan de Juárez. Pearson Educación 2007 p. 202.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

b. Coeficiente de Variación

Este es una medida de dispersión relativa y nos es útil para realizar comparaciones de riesgos de activos que tengan diferentes rendimientos esperados[90]. Se mide dividiendo la desviación estándar de un rendimiento entre su rendimiento. Igualmente el riesgo y el coeficiente de variación son directamente proporcionales.

D.1.2. RIESGO DE UNA CARTERA

El riesgo de cartera mide el riesgo de la agrupación de varios activos. Para su determinación nos es útil conocer la correlación existente entre los diversos activos y su diversificación.

Correlación

Se considera así al grado de comportamiento similar o diferente entre series de números. Por ello existe una correlación positiva que indica que los elementos comparados se comportan de manera similar y la correlación negativa que indica que su comportamiento es divergente.

Diversificación

Se utiliza como un instrumento para reducir el riesgo. Para poder aprovecharlo de mejor manera echamos mano a la correlación. A partir del grupo de activos en los que nos interese invertir debemos conocer el grado de correlación que los vincula. Si este es positivo estaremos ante un incremento del riesgo y si entre ellos existe una correlación negativa nos enfrentaremos a una disminución del riesgo. Con este último caso estaremos diversificando en esencia nuestros activos.

D.1.3. MODELO DE PRECIOS DE ACTIVOS DE CAPITAL (CAPM)[91]

Este modelo fue planteado por Sharpe y Litner que concluyeron que existe una alternativa superior para inversionistas en cualquier nivel de riesgo, creado por la combinación de valores libres de riesgo con un portafolio específico en el límite de eficiencia. La combinación indicada produce mayores rendimientos esperados que el solo hecho de contar con un portafolio con valores riesgosos.

Para este modelo se asume que no existen costos de transacción o tributarios y que los inversionistas tienden igual información de los valores (comparten los mismos estimados de rendimientos esperados, desviaciones estándar y correlación entre valores). Además, el modelo asume que todos los inversionistas comparten un único horizonte de tiempo y que pueden prestarse e invertir a la tasa libre de riesgo. De

[90] GITMAN, Lawrence *Principios de Administración Financiera* Naucalpan de Juárez. Pearson Educación 2007 p. 203.

[91] DAMODARAN, Aswath *Chapter 4. How do we Measure Risk? [¿Cómo medimos el Riesgo?]* Stern School of Business New York University. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valrisk/ch4.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

manera intuitiva el modelo elimina cualquier justificación para limitarse con la diversificación.

Si aceptamos todas las asunciones señaladas (aunque parezcan irreales) del modelo de precios de activos de capital, el riesgo de un valor individual se convierte en el riesgo adicionado al portafolio de mercado y se puede medir como el resultado de dividir la covarianza del valor en el portafolio de mercado entre la varianza del portafolio del mercado lo que nos da el beta del valor. Un riesgo promedio de inversión tiene un valor beta de aproximadamente uno.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

"A true teacher would never tell you what to do. But he would give you the knowledge with which you could decide what would be best for you to do."

Christopher Pike, *Sati*

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Capitulo iii

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

III. PROTECCION AL INVERSIONISTA Y BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

A. VÍNCULOS ENTRE LA PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

La Protección al Inversionista y el Buen Gobierno Corporativo se hallan íntimamente ligados debido a que ambos tiene como objetivo la protección de los actuales y de los futuros posibles inversionistas en una sociedad comercial cualquiera. Del mismo modo la combinación de ambas es benéfica para la sociedad debido a que una correcta aplicación incentiva la incursión en el mercado de valores de nuevos actores, a la vez que favorece el desarrollo y crecimiento del mismo.

El punto más importante, entonces, sobre la relación entre protección al inversionista y el gobierno corporativo es que *los inversionistas pueden permitirse optar por posiciones minoritarias en vez de controlar las acciones con voto. La consecuencia es que, las compañías tienden a contar con un accionariado disperso y los mercados de capitales son más bien líquidos*[92]. Está claro que lo contrario, una débil protección al inversionista, impulsará la captura de acciones con voto. En el caso de nuestro país, la Ley General de Sociedades (Ley Nº 26887) favorece controles dominantes del accionariado cuyas posibles razones se enmarcan en la desconfianza proveniente del comportamiento social e instalada en el comportamiento comercial, el riesgo político dado que nuestro país no se caracteriza precisamente por ser estable en este aspecto y a ello se añade que todavía a los peruanos les es difícil vivir en democracia, las múltiple dictaduras padecidas por el país han generado la existencia de comportamientos alejados del matiz democrático no sólo por parte del Estado sino de parte de la misma sociedad[93]. De igual manera, se presenta el riesgo tributario debido

[92] PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

[93] Una muestra de lo indicado son los comportamientos serviles frente a las dictaduras por ejemplo en los gobiernos de Alberto Fujimori. El afán asistencialista que sobrevive todavía en la mente de los funcionarios del Estado y por parte de la sociedad el interés de que el Estado les solucione problemas de los cuales ellos son responsables.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

a que si existe algo confuso y a la vez cambiante son las normas tributarias[94], el riesgo financiero que si bien ha estado disminuyendo en las últimas décadas se ve afectado por las crisis en otros mercados de consumo de nuestros productos y servicios.

En este contexto no se debe olvidar que las fuentes de financiamiento externo de las compañías provienen principalmente de los inversionistas ya sean accionistas, futuros accionistas o entidades financieras (bancos) y por ello también es prioritario preocuparse de la protección de los acreedores.

Para que la existencia de un marco legal valga la pena es indispensable que este sea efectivo y en ese aspecto es positivo que se haya optado desde hace más de cinco años, en nuestro país, por la creación e implementación de Juzgados y Salas Comerciales en Lima[95].

Para conocer de forma precisa cómo se ligan los principios de gobierno corporativo y la protección al inversionista es necesario describir los vínculos con cada uno de los principios de gobierno corporativo promovidos por la OCDE.

A.1. GARANTIZAR LA BASE DE UN MARCO EFICAZ PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO

Los vínculos en este punto se dan en la necesaria transparencia del mercado que apunta a brindarles a los inversionistas claridad para ubicar a la compañía en su entorno y determinar si el marco legal que la rige apunta a la creación de valor y la eficacia en el uso de recursos. Las normas son importantes porque al menos *a priori* se le presenta al inversionista el escenario en el que deberá actuar tanto dentro como fuera de la compañía. De igual manera determina quienes y de qué forma deben actuar las autoridades responsables de evitar conflictos de intereses y de su sujeción al control judicial para lograr el gran objetivo de toda empresa con fines de lucro, generar ganancias para sus accionistas.

[94] A su vez existe una omnipresencia de la Administración Tributaria que incluso deja en permanente zozobra al contribuyente transgrediendo incluso la posibilidad de una defensa de parte de este. Justamente este cambio de escenarios tributarios y económicos provocó el surgimiento de lso contratos de estabilidad tributaria en la década de 1990.

[95] Los Juzgados comerciales se crearon por Resolución Administrativa de la Corte Suprema Nº 006-2004-SP-CS publicada en "El Peruano" del 02 de octubre de 2004. Siendo implementados en Lima a partir de abril de 2005. Su labor ha sido efectiva como muestran los resultados del año 2011 en el que resolvieron 7,717 casos cubriendo toda la carga procesal del presente año (6,136 casos) y otros de años anteriores (1,581 casos). Los datos señalados se obtienen de ANDINA (Agencia Peruana de noticias) (08/12/2011) *Juzgados Comerciales resolvieron cerca de 8,000 casos*. Disponible en <http://www.andina.com.pe/Espanol/noticia-juzgados-comerciales-resolveron-cerca-8000-casos-390060.aspx>

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

A.2. LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS Y FUNCIONES CLAVE EN EL ÁMBITO DE LA PROPIEDAD

Los protagonistas de toda sociedad comercial son sus accionistas, por ello el ejercicio de sus derechos debe estar garantizado de modo que se pueda crear en ellos la suficiente confianza para considerar invertir en una compañía determinada. En este ámbito es importante contar con una alta eficacia de las normas y a la vez contar con toda la información necesaria para saber cuál es la dirección de la empresa en todo momento antes, durante y después de ejercer su derecho a voto, más aún si las decisiones que se tomaran lo afectan directamente.

A.3. TRATAMIENTO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS

El tratamiento equitativo implica la igualdad jurídica entre accionistas sea cual fuera su situación en la compañía. Por ello, aquí funcionan las protecciones contra la expropiación[96] de parte de los accionistas mayoritarios u otros. Aunque los principios de buen gobierno corporativo no se entregan a la idea de una acción un voto se hace hincapié en que los accionistas de una misma serie reciban igual trato. Este trato uniforme apunta a la protección del accionista minoritario el cual debe siempre contar con información suficiente para tomar decisiones, agruparse con otros para emitir votos acumulativos y no ser víctima del uso inadecuado de información privilegiada o de algún interés subalterno de los administradores quienes deben ser transparentes en este aspecto.

A.4. EL PAPEL DE LAS PARTES INTERESADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

Las partes interesadas coadyuvan al funcionamiento adecuado de las firmas lo que se transforma en beneficios para los inversionistas y también en protecciones adicionales para sus posiciones especialmente en casos de abuso del directorio y en caso de procedimientos de insolvencia que no dejen desprotegidos a los acreedores.

A.5. REVELACIÓN DE DATOS Y TRANSPARENCIA

En cualquier aspecto comercial la protección del inversionista está sustentada en una cantidad y calidad razonables de información de parte de la firma al inversionista. Por ello, aquí se aplican protecciones tales como la posibilidad de recurrir a auditores externos que revisen la información contable y financiera, la que a su vez debe ser elaborada siguiendo altos estándares de calidad. Todo ello para evitar la alteración

[96] Se entiende a la expropiación como el uso de los beneficios o ganancias de la compañía para beneficio de los mismos administradores o personas vinculadas a estos.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

intencional de los mismos que llevaría a tener una visión ilusoria de la marcha de la compañía.

A.6. LAS RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO

El Consejo como instancia administrativa clave en la conducción de la firma debe ajustarse a la protección de los inversionistas cumpliendo estrictamente con los deberes de diligencia y lealtad en sus acciones, los que conjugados con altos niveles éticos permitirán el cumplimiento adecuado de sus responsabilidades de forma objetiva e independiente.

B. DEFICIENCIAS EN LA NORMATIVIDAD DE PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA

La protección al inversionista y su relación con la normatividad es importante debido a que si existe el concepto pero no las normas, entonces se producirá una deficiente protección de los inversionistas. De igual manera la sola existencia de la normatividad sin que estas se han efectivamente acatadas en la práctica o sin que ellas se hallen enraizadas en la sociedad en la que se encuentran tampoco se constituirá en garantía sino más bien en motivo de recelo e inseguridad. La protección al inversionista está dada en 3 dimensiones: aquella dirigida a los accionistas, la dirigida al inversionista en general y aquella que comprenden a los acreedores. Por ello, es importante determinar los aspectos que comprometen a la normativa y la efectividad de la protección al inversionista. Los aspectos considerados por diversas investigaciones[97] son los siguientes:

[97] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance. [Determinantes Legales de Financaimiento Externo]* The Journal of Finance, Vol. 52, Nº 3. Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, Americna Finance Association, New Orleans, Lousiana Enero 4-6, 1997. Julio 1997. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2329518> (accedido el 18/03/2014). LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation. [Protección al Inversionista y Valoración Empresarial]* The Journal of Finance, Vol. 57, Nº 3.Junio 2002. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697775> (accedido el 18/03/2014). LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *The Economic Consequences of Legal Orgins. [Las Consecuencias Económicas de los Origenes Legales]* Journal of Economic Literature, Vol. 46, Nº 2. Junio de 2008. American Economic Association. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/27646991> (accedido el 18/03/2014). LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Corporate Ownership Around the World*. *[Propiedad Empresarial alrededor del Mundo]* The Journal of Finance, Vol. 54, Nº 2. Abril 1999. American Finance Association. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697717> (accedido el 18/03/2014).

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

- El origen legal de las normas.
- La existencia de normas dirigidas a la protección del inversionista.
- El nivel de cumplimiento de las normas existentes.
- La calidad de la normativa existente.
- La compatibilidad entre las normas adoptadas (en caso así sea), el medio en el que se apliquen y la voluntad de cumplimiento de las mismas.

B.1.ORIGEN LEGAL DE LAS NORMAS

Se ha considerado que el origen o sistema legal que utilizan los países tiene influencia, en nuestro caso específico, sobre la protección al inversionista. La Porta et al.,[98] realizó un estudio comparativo respecto al origen de la normatividad en materia comercial en diversos países del mundo y de cómo este factor promueve una mayor o menor protección al inversionista. Del análisis de la legislación en materia societaria que realizaron se concluyó que los países con el *common law* como sistema tienen un marco jurídico más partidario de la protección al inversionista, luego se ubican la familia Germánica y la Escandinava que pertenecen al *civil law* para finalmente quedar en la última posición la familia Francesa del *civil law.*

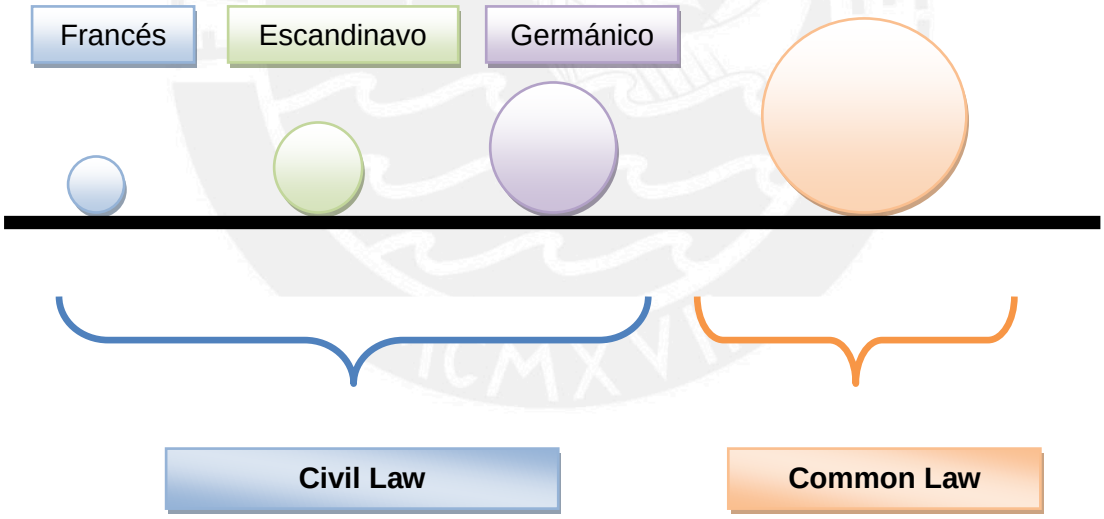


Figura 1. Nivel de Protección al Inversionista según el Sistema Jurídico

PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

[98] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

En este aspecto nuestro país queda en una evidente desventaja pues el marco legal en el aspecto comercial tiene al *civil law* Francés como base. Esta deficiencia estructural no es absoluta pues el dinamismo propio del Derecho Comercial, la apertura económica en el país y la firma de distintos tratados comerciales, está empujando a nuestra legislación a tener una convergencia mayor o menor según se aprecie con instituciones propias del *common law* lo que a la larga podría ser un factor benéfico.

Otro aspecto vinculado a ello, es el nivel de concentración accionaria, La Porta et al.,[99] han determinado que existe una relación inversa entre el nivel de protección al inversionista por parte de un sistema jurídico y la concentración accionaria. Por tanto, a menor protección al inversionista mayor concentración accionaria. Como se muestra en la Figura 2.

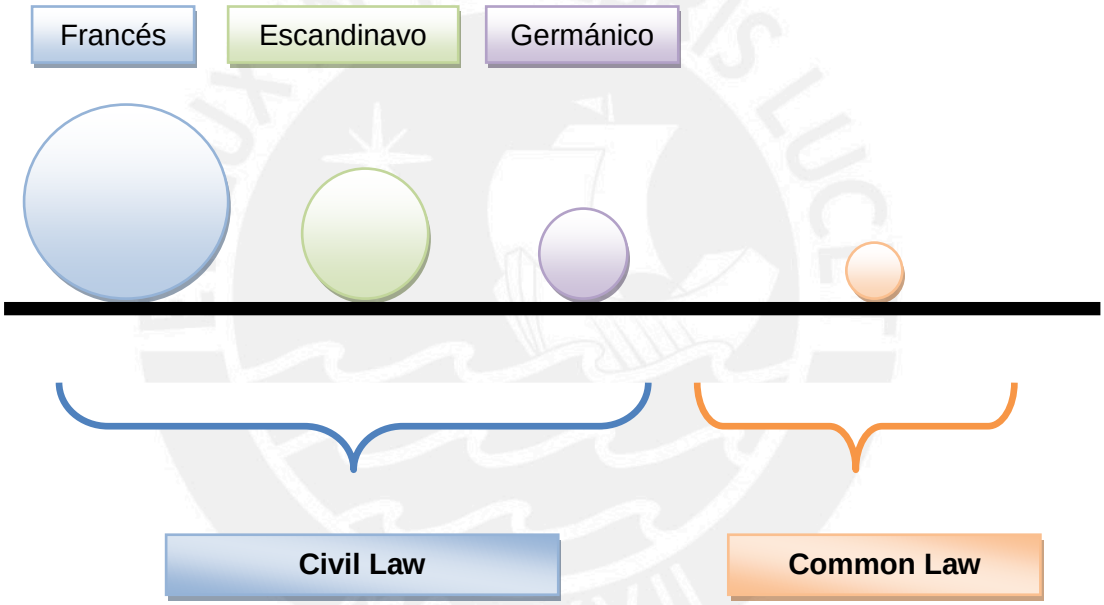


Figura 2. Nivel de Concentración Accionaria según el Sistema Jurídico

Nuestro país encaja teóricamente de manera exacta en este planteamiento pues pertenecemos a la familia francesa del *civil law* (bajo nivel de protección al inversionista) y nuestra propia Ley General de Sociedades (Ley Nº 26887) en su

[99] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Artículo 4[100] favorece a la concentración accionaria, al disponer que una *sociedad se constituye cuando menos por dos socios.* A parte de una menor protección al inversionista en nuestro país una posible razón adicional sería la desconfianza existente en el ámbito social que se traslada al comercial de modo tal que la concentración accionaria se la respuesta. Es importante señalar que a nivel mundial la dispersión accionaria promedio es del orden de 45%[101]. Es más La Porta et al.,[102] afirman que *la dispersión de la propiedad en las grandes compañías es simplemente un mito,* y al referirse a las pequeñas compañías consideran que en este segmento, la concentración es aún mayor. Por lo que señalan que, *el modelo de administración de los textos de finanzas de una multitud de accionistas dispersos es una excepción y no la regla[103].*

En este punto se encuentra entonces una deficiencia que es posible superar adoptando y adaptando modelos legales propios del *common law* e igualmente generando normas que faciliten una dispersión accionaria a través de una mejor protección al inversionista. La opción no es entonces simplemente trasplantar normas que posiblemente hayan funcionado en otros países, pues ello sería considerar al marco legal comercial como una isla o con un comportamiento estanco. Se debe por ello cuidar lo que se pretende promulgar pues ha que dado demostrado que *donde la transferencia legislativa fue uniformizada por la proximidad cultural, la adaptación legislativa y la disponibilidad de abogados entrenados en la aplicación de las nuevas*

---

[100] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 4.- Pluralidad de socios

La sociedad se constituye cuando menos por dos socios, que pueden ser personas naturales o jurídicas. Si la sociedad pierde la pluralidad mínima de socios y ella no se reconstituye en un plazo de seis meses, se disuelve de pleno derecho al término de ese plazo.
No es exigible pluralidad de socios cuando el único socio es el Estado o en otros casos señalados expresamente por ley.

[101] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). Página 1146.

[102] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). Página 1146.

[103] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). Página 1146.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

normas, la eficiencia de dichas normas es actualmente muy similar a la de países que desarrollaron sus sistemas legislativos formales internamente (orígenes)[104].

B.2. LA EXISTENCIA DE NORMAS DIRIGIDAS A LA PROTECCIÓN DEL INVERSIONISTA.

La positivización de normas dirigidas a la protección del inversionista es importante pues se constituye en una garantía, por lo menos *a priori*, de que un inversionista pueda tener cierto grado de certeza al confiar sus capitales a una determinada compañía, en un territorio determinado.

Las normas consideradas esenciales en relación a la protección al inversionista son las que se presentan en el cuadro siguiente:

[104] PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

ANALISIS DE NORMAS DIRIGIDAS A LA PROTECCION DE LOS INVERSIONISTAS		
I. Derechos de los Accionistas		
La Porta et al.[105]	**Perú[106]**	**OBJETIVO (Cumple/No cumple)**
Un voto una acción[107]	La idea de una acción un voto es parte de nuestra Ley General de Sociedades (LGS). Sin embargo, la intención de cada acción un voto[108] se diluye en el resto de la norma cuando se especifica la posibilidad de clases de acciones[109] se salva parcialmente el hecho con la posibilidad de	Impedir la existencia de distintas clases de acciones, o distintos derechos de voto. (No cumple)

[105] A partir de lo establecido en LA PORTA Rafael; LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).

[106] A partir de la normatividad nacional pertinente.

[107] Se refiere a que debe existir una ligazón entre los derechos a dividendos y aquellos derechos de voto. Lo que se busca es que dentro de las sociedades comerciales no exista distintas clases de acciones que permitan que algunos socios posean una jerarquía decisoria mayor. Como podría darse el caso, por ejemplo, entre acciones con derecho a voto y sin derecho a voto.

[108] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 63.- Mayoría y adopción de acuerdos por la asamblea

Cada acción suscrita da derecho a un voto.

[109] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 88.- Clases de acciones

Pueden existir diversas clases de acciones. La diferencia puede consistir en los derechos que corresponden a sus titulares, en las obligaciones a su cargo o en ambas cosas a la vez. Todas las acciones de una clase gozarán de los mismos derechos y tendrán a su cargo las mismas obligaciones.

La creación de clases de acciones puede darse en el pacto social o por acuerdo de la junta general.

(…)

El estatuto puede establecer supuestos para la conversión de acciones de una clase en acciones de otra, sin que se requiera de acuerdo de la junta general, ni de juntas especiales ni de la modificación del estatuto. Sólo será necesaria la modificación del estatuto si como consecuencia de ello desaparece una clase de acciones.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

	conversión de un tipo de acción en otra pero, ello igualmente permite la persistencia de la existencia de diversos tipos de acciones como la que no tiene derecho a voto[110]	
Facilitar el ejercicio del voto[111]	Se permite representación por otra persona[112] para expedir el voto pero igualmente se requiere que la persona designada lo ejerza presencialmente.	Permitir el ejercicio del voto de manera no presencial. (No cumple)
Libre circulación de acciones en periodos de votación[113]	Las limitaciones a las que se refiere la LGS son generales[114] y no se especifica los casos de votación pero estos pueden optarse en los estatutos dada la flexibilidad de la disposición.	Prohibir las restricciones de compra y venta de acciones en periodos de Juntas Generales de Accionistas.

[110] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 94.- Creación de acciones sin derecho a voto

Puede crearse una o más clases de acciones sin derecho a voto.

Las acciones sin derecho a voto no se computan para determinar el quórum de las juntas generales.

[111] El objetivo es que los accionistas puedan ejercer su derecho a voto de distintas maneras de modo tal que siempre les sea posible participar en la toma de decisiones.

[112] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 122.- Representación en la Junta General

Todo accionista con derecho a participar en las juntas generales puede hacerse representar por otra persona.

El estatuto puede limitar esta facultad, reservando la representación a favor de otro accionista, o de un director o gerente.

La representación debe constar por escrito y con carácter especial para cada junta general, salvo que se trate de poderes otorgados por escritura pública.

(…)

[113] En algunos países se restringe la libre circulación de las acciones en periodos de votación, con ello se compele a los actuales propietarios a participar en la toma de decisiones que posiblemente no les sean importantes.

[114] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 101.- Limitaciones y prohibiciones aplicables a las acciones

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

		(No cumple)
Representación proporcional en los directorios[115]	La elección para el directorio se puede dar por voto acumulativo y donde se halla representada la minoría[116].	Permitir el voto acumulativo de accionistas minoritarios o la designación proporcional de directores. (Cumple)
Mecanismos legales o judiciales de defensa[117]	Está contemplada en la LGS la nulidad de acuerdos societarios[118], la posibilidad de impugnar acuerdos[119], incluso la participación coadyuvante	Debe proveerse a los accionistas de mecanismos legales de protección.

Las limitaciones a la transferencia, al gravamen o a la afectación de acciones no pueden significar la prohibición absoluta de transferir, gravar o afectar.
Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones son de observancia obligatoria para la sociedad cuando estén contempladas en el pacto social, en el estatuto o se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad. Las limitaciones se anotarán en la matrícula de acciones y en el respectivo certificado.
Cuando así lo establezca el pacto social o el estatuto o lo convenga el titular de las acciones correspondientes, es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones.
(…)

[115] La idea es repartir el número de directores en forma proporcional de modo tal que los accionistas minoritarios siempre tengan la posibilidad de nominar sus representantes en estos organismos.

[116] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 164.- Elección por voto acumulativo

Las sociedades están obligadas a constituir su directorio con representación de la minoría.
A ese efecto, cada acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse y cada votante puede acumular sus votos a favor de una sola persona o distribuirlos entre varias.
(…)
El estatuto puede establecer un sistema distinto de elección, siempre que la representación de la minoría no resulte inferior.
No es aplicable lo dispuesto en el presente artículo cuando los directores son elegidos por unanimidad.

[117] Los accionistas minoritarios deben contar con acceso a mecanismos legales o judiciales de defensa frente a las acciones de la Administración percibidas como tiránicas.

[118] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 138 Nulidad de Acuerdos societarios

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

	de otros accionistas[120] y procesos por responsabilidad de los directores frente a daños directos a socios y terceros[121].	(Cumple)
Derecho preferente de compra de nuevas	Al respecto existe preferencia para la compra de acciones en cartera[123], y específicamente para nuevas acciones[124].	Obligación de preferencia de compra para nuevas acciones. (Cumple)

Son nulos los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios. Son nulos los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias.
La nulidad se rige por lo dispuesto en los artículos 34 , 35 y 36 , salvo en cuanto al plazo establecido en el artículo 35 cuando esta ley señale expresamente un plazo más corto de caducidad.

[119] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 139.- Acuerdos impugnables

Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad. Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley.

(…)

[120] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 141.- Intervención coadyuvante de accionistas en el proceso

Los accionistas que hubiesen votado a favor del acuerdo impugnado pueden intervenir a su costa en el proceso a fin de coadyuvar a la defensa de su validez.
La pretensión social de responsabilidad contra cualquier director se promueve en virtud de acuerdo de la junta general, aun cuando la sociedad esté en liquidación. El acuerdo puede ser adoptado aunque no haya sido materia de la convocatoria.
Los accionistas que representan por lo menos un tercio del capital social pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad contra los directores (…)

[121] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 182.- Pretensión individual de responsabilidad

No obstante lo dispuesto en los artículos precedentes, quedan a salvo las pretensiones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros por actos de los directores que lesionen directamente los intereses de aquellos. No se considera lesión directa la que se refiere a daños causados a la sociedad, aunque ello entrañe como consecuencia daño al accionista.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

acciones[122]		
Porcentaje de accionariado necesario para llamar a una Junta General de Accionistas[125]	La convocatoria extraordinaria requiere de un 20%[126] del accionariado para proceder. En el caso de la junta obligatoria anual basta la petición de un accionista sin importar el porcentaje[127].	En países con *common law* 9% en países con *civil law* 15%. (No Cumple)

[123] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 99.- Suscripción de acciones en cartera

Salvo en el caso previsto en el artículo 259 los accionistas gozan del derecho preferente para suscribir las acciones en cartera. Cuando acuerde su emisión la sociedad entrega a los accionistas que corresponda certificados de suscripción preferente.

El ejercicio del derecho de suscripción preferente, en este caso, se realiza dentro de un plazo máximo de cinco días útiles contados a partir de la fecha en que la sociedad anuncie la colocación de acciones en cartera.

[124] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 207.- Derecho de suscripción preferente

En el aumento de capital por nuevos aportes, los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen. Este derecho es transferible en la forma establecida en la presente ley.

No pueden ejercer este derecho los accionistas que se encuentren en mora en el pago de los dividendos pasivos, y sus acciones no se computarán para establecer la prorrata de participación en el derecho de preferencia.

No existe derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones, en los casos de los artículos 103 y 259 ni en los casos de reorganización de sociedades establecidos en la presente ley.

[122] Este derecho solo puede renunciarse por el voto del accionista en ese sentido. Con esta facultad se le permite al accionista evitar la dilución del tamaño de su participación en la compañía.

[125] En diferentes lugares se dispone la necesidad de accionariado acumulado que va del 03 al 33%. Se prefiere un porcentaje bajo para darle oportunidad a los accionistas minoritarios de, por ejemplo, oponerse a alguna acción de los Directores o para defenestrarlos.

[126] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 113.- Convocatoria a la Junta

El directorio o en su caso la administración de la sociedad convoca a junta general cuando lo ordena la ley, lo establece el estatuto, lo acuerda el directorio por considerarlo necesario al interés social o lo solicite un número de accionistas que represente cuando menos el veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Derecho obligatorio a un dividendo[128]	Se dispone en la LGS un dividendo obligatorio[129] teniendo como tope la mitad de la utilidad distribuible.	La repartición de dividendos debe ser obligatoria. (Cumple)
Pistor et al.[130]	**Perú[131]**	**OBJETIVO (Cumple/No cumple)**

Artículo 117.- Convocatoria a solicitud de accionistas
Cuando uno o más accionistas que representen no menos del veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto soliciten notarialmente la celebración de la junta general, el directorio debe publicar el aviso de convocatoria dentro de los quince días siguientes a la recepción de la solicitud respectiva, la que deberá indicar los asuntos que los solicitantes propongan tratar.
La junta general debe ser convocada para celebrarse dentro de un plazo de quince días de la fecha de la publicación de la convocatoria. Cuando la solicitud a que se refiere el acápite anterior fuese denegada o transcurriesen más de quince días de presentada sin efectuarse la convocatoria, el o los accionistas, acreditando que reúnen el porcentaje exigido de acciones, podrán solicitar al juez de la sede de la sociedad que ordene la convocatoria por el proceso no contencioso.
Si el Juez ampara la solicitud, ordena la convocatoria, señala lugar, día y hora de la reunión, su objeto, quien la presidirá y el notario que dará fe de los acuerdos.

[127] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 119.- Convocatoria judicial
Si la junta obligatoria anual o cualquier otra ordenada por el estatuto no se convoca dentro del plazo y para sus fines, o en ellas no se trata los asuntos que corresponde, será convocada, a pedido del titular de una sola acción suscrita con derecho a voto, por el juez del domicilio social, por el proceso no contencioso. La convocatoria judicial debe reunir los requisitos previstos en el artículo 116

[128] La obligación se instituye para compensar debilidades en la protección de los accionistas minoritarios y para evitar la distorsión de los montos de ganancias dentro de los límites permitidos por la contabilidad.

[129] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 231.- Dividendo obligatorio
Es obligatoria la distribución de dividendos en dinero hasta por un monto igual a la mitad de la utilidad distribuible de cada ejercicio, luego de detraído el monto que debe aplicarse a la reserva legal, si así lo solicitan accionistas que representen cuando menos el veinte por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto. Esta solicitud sólo puede referirse a las utilidades del ejercicio económico inmediato anterior.
El derecho de solicitar el referido reparto de dividendos no puede ser ejercido por los titulares de acciones que estén sujetas a régimen especial sobre dividendos.

[130] A partir de lo establecido en PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Mecanismos de salida[132]	El mecanismo de separación[133] que se instituye en la LGS afecta el valor de las acciones y da plazos extensos (hasta dos meses) para hacerse efectiva.	Mecanismos de salida simples y sin aprobación previa. (No cumple)
Posibilidad de convocar auditores[134]	En la LGS se opta por auditorías externas permanentes o especiales[135] en su defecto. Aparte de ellas no se puede convocar otras.	Auditores externos a solicitud de los accionistas. (No cumple)

Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

[131] A partir de la normatividad nacional pertinente.

[132] Los accionistas deben de disponer de caminos fáciles para vender sus acciones en caso no estén satisfechos con la forma en la que se está dirigiendo la compañía. Por tanto, no deben ser necesarias autorizaciones previas. Estos mecanismos de salida también deben funcionar en caso de la toma de control de la compañía por parte de otra y otras transacciones que pongan en peligro la posición del accionista en la sociedad comercial.

[133] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 200.- Derecho de separación del accionista

La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:

1. El cambio del objeto social; 2. El traslado del domicilio al extranjero; 3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y, 4. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.

(…)

Las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden el accionista y la sociedad. De no haber acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre. Si no tuvieran cotización, al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. El valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado en el párrafo anterior. La sociedad debe efectuar el reembolso del valor de las acciones en un plazo que no excederá de dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación. La sociedad pagará los intereses compensatorios devengados entre la fecha del ejercicio del derecho de separación y el día del pago, los mismos que serán calculados utilizando la tasa más alta permitida por ley para los créditos entre personas ajenas al sistema financiero. Vencido dicho plazo, el importe del reembolso devengará adicionalmente intereses moratorios.

[134] La posibilidad de que los accionistas puedan convocar a un grupo de auditores externos para revisar la contabilidad de la compañía adicionalmente a los encargados que pueda tener la propia empresa.

[135] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Mayorías abrumadoras para decisiones trascendentes[136]	La LGS opta por un máximo de 66% de acciones para la toma de decisiones trascendentes[137] como los cambios en el estatuto.	Consideración de accionistas minoritarios para tomar decisiones importantes. (No cumple)

Artículo 226.- Auditoría externa
El pacto social, el estatuto o el acuerdo de junta general, adoptado por el diez por ciento de las acciones suscritas con derecho de voto, pueden disponer que la sociedad anónima tenga auditoría externa anual.
Las sociedades que conforme a ley o a lo indicado en el párrafo anterior están sometidas a auditoría externa anual, nombrarán a sus auditores externos anualmente. El informe de los auditores se presentará a la junta general conjuntamente con los estados financieros.
Artículo 227.- Auditorías especiales
En las sociedades que no cuentan con auditoría externa permanente, los estados financieros son revisados por auditores externos, por cuenta de la sociedad, si así lo solicitan accionistas que representen no menos del diez por ciento del total de las acciones suscritas con derecho a voto. La solicitud se presenta antes o durante la junta o a más tardar dentro de los treinta días siguientes a la misma. Este derecho lo pueden ejercer también los accionistas titulares de acciones sin derecho a voto, cumpliendo con el plazo y los requisitos señalados en este artículo, mediante comunicación escrita a la sociedad.
(…)

[136] Establecimiento de mayorías abrumadoras, que incluyan no sólo a los grandes accionistas sino a los accionistas minoritarios, para la toma de decisiones tales como cambio en los estatutos, la liquidación de la sociedad, su fusión o reorganización.

[137] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)
Artículo 63.- Mayoría y adopción de acuerdos por la asamblea
Cada acción suscrita da derecho a un voto.
La adopción de todo acuerdo requiere el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones representadas. Se requiere del voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas para que la asamblea pueda modificar el contenido del programa de fundación. (…)
Artículo 126.- Quórum calificado
Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115 , es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto.
En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto.
Artículo 127.- Adopción de acuerdos
Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.
El estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125 y 126 , pero nunca inferiores.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Posibilidad de despido automático de directores[138]	La LGS dispone la remoción automática tanto de miembros de la junta directiva como de los gerentes[139]..	Facilidades para rotación de administradores. (Cumple)
Ausencia de representantes del Estado o de los trabajadores en la Junta Directiva[140]	En la LGS no existe disposición vinculada al tema.	Evitar limitaciones al control de los accionistas

Artículo 198.- Órgano competente y requisitos formales
La modificación del estatuto se acuerda por junta general.
Para cualquier modificación del estatuto se requiere:
1. Expresar en la convocatoria de la junta general, con claridad y precisión, los asuntos cuya modificación se someterá a la junta.
2. Que el acuerdo se adopte de conformidad con los artículos 126 y 127, dejando a salvo lo establecido en el artículo 120.
Con los mismos requisitos la junta general puede acordar delegar en el directorio o la gerencia la facultad de modificar determinados artículos en términos y circunstancias expresamente señaladas.

[138] Se apunta a que el despido se pueda realizar en cualquier momento y sin que necesariamente medie una causa.

[139] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 154.- Remoción
Los directores pueden ser removidos en cualquier momento, bien sea por la junta general o por la junta especial que los eligió, aun cuando su designación hubiese sido una de las condiciones del pacto social.

Artículo 187.- Remoción
El gerente puede ser removido en cualquier momento por el directorio o por la junta general, cualquiera que sea el órgano del que haya emanado su nombramiento. Es nula la disposición del estatuto o el acuerdo de la junta general o del directorio que establezca la irrevocabilidad del cargo de gerente o que imponga para su remoción una mayoría superior a la mayoría absoluta

[140] Se aboga por la no obligatoriedad de este tipo de representantes pues podrían debilitar el control de los accionistas.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Normas contra operaciones en las que existan conflicto de intereses	Existe en la LGS prohibición de participar en la toma de decisiones que impliquen conflictos de interés[141].	Limitación de abusos de parte de los administradores. (Cumple)
Normas contra el uso ilegal de información privilegiada	Tres normas vinculadas al derecho comercial se ocupan de este punto, la LGS que exige reserva a sus directores[142], el TUO de la Ley de Mercado de Valores que regula la información privilegiada en su Capítulo III[143], el Código Penal[144] que lo castiga en su Artículo 251-A.	Sanción para el uso ilegal de información privilegiada (Cumple)

[141] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 180.- Conflicto de intereses

Los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, ni usar en beneficio propio o de terceros relacionados las oportunidades comerciales o de negocios de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo. No pueden participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento expreso de ésta.

El director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho asunto.

El director que contravenga las disposiciones de este artículo es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad y puede ser removido por el directorio o por la junta general a propuesta de cualquier accionista o director.

[142] PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)

Artículo 171.- Ejercicio del cargo y reserva

Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal.

Están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aun después de cesar en sus funciones.

[143] PERU *Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Supremo 093-2002-EF).* Actualizada al 18/02/2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=> (accedido el 18/03/2014)

[144] PERU. *Código Penal.* Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-codpenal.htm&vid=Ciclope:CLPdemo> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Agencia regulatoria independiente[145]	La agencia reguladora, la Superintendencia del Mercado de Valores (ex CONASEV) es una entidad autónoma[146].	Capacidad decisoria sin sesgos. (Cumple)
II. Derechos de los Acreedores		
La Porta et al.[147]	**Perú[148]**	**OBJETIVO (Cumple/No cumple)**
Reorganización sin inmovilización de activos[149]	El objetivo principal de la Ley Concursal es la permanencia de la unidad productiva su liquidación puede decidirse si esta es inviable[150].	Se debe optar por la supervivencia del más apto, es decir, dirigirse a la satisfacción pronta de los

[145] Ésta protege a toda la comunidad de inversores y además interviene en el desempeño del mercado de valores. Aquí se considera la regulación de las agencias encargadas de los mismos y la de los accionistas individuales.

[146] PERU. *Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Decreto Ley Nº 26126).* Disponible en <http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/CA6BB8F06048900D052573EF0054EA90/$file/Ley%20organica%20de%20la%20%20CONASEV.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 1 ° DEFINICION

La Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores - CONASEV, es una Institución Pública del Sector Economía y Finanzas cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica, Rige su funcionamiento de acuerdo a las disposiciones que contiene el presente Decreto Ley.

[147] A partir de lo establecido en LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). Se considera el punto de vista de un acreedor con garantías que busca tomar posesión de estas y por tanto, tiene como objetivo la liquidación de la compañía y no su reorganización.

[148] A partir de la normatividad nacional pertinente.

[149] A través de este mecanismo se permite que los acreedores puedan reposeer bienes de la compañía en reorganización. Si ocurre lo contrario se apunta a la protección de los acreedores sin garantía y de los administradores afectándose a los acreedores con garantía que buscan la liquidación.

[150] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo I.- Objetivo del Sistema Concursal

El objetivo del Sistema Concursal es la permanencia de la unidad productiva, la protección del crédito y el patrimonio de la empresa. Los agentes del mercado procurarán una asignación eficiente de sus recursos durante los procedimientos concursales orientando sus esfuerzos a conseguir el máximo valor del patrimonio en crisis.

Artículo II.- Finalidad de los procedimientos concursales

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

		acreedores con garantías. (No cumple)
Derecho a los acreedores a poseer la garantía[151]	La Ley Concursal coloca a los acreedores en tercer lugar[152] de prelación detrás de los trabajadores y el Seguro Social y los créditos alimentarios.	El acreedor con garantías debe ser el primero en la prelación de pagos. (No cumple)
Consentimiento de los acreedores para entrar en reorganización[153]	La Ley Concursal permite el inicio del procedimiento concursal por parte del deudor para reestructurar la empresa sin requerir el consentimiento de los acreedores[154]. Los acreedores posteriormente pueden oponerse[155].	La reorganización de una compañía no puede decretarse de manera unilateral. (No cumple)

Los procedimientos concursales tienen por finalidad propiciar un ambiente idóneo para la negociación entre los acreedores y el deudor sometido a concurso, que les permita llegar a un acuerdo de reestructuración o, en su defecto, a la salida ordenada del mercado, bajo reducidos costos de transacción.

[151] Se pretende que el acreedor con garantías sea el primero en satisfacer sus requerimientos.

[152] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 42º.- Orden de preferencia

42.1 En los procedimientos de disolución y liquidación, el orden de preferencia en el pago de los créditos es el siguiente:

Primero: Remuneraciones y beneficios sociales adeudados a los trabajadores, aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones o a los regímenes previsionales administradas por la Oficina de Normalización Previsional, la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador u otros regímenes previsionales creados por ley, así como los intereses y gastos que por tales conceptos pudieran originarse;

Segundo: Aportes impagos al Seguro Social de Salud incluyendo los intereses, moras, costas y recargos que estos generen; y los créditos alimentarios;

Tercero: Los créditos garantizados con hipoteca, prenda, anticresis, warrants, derecho de retención o medidas cautelares que recaigan sobre bienes del deudor, siempre que la garantía correspondiente haya sido constituida o la medida cautelar correspondiente haya sido trabada con anterioridad a la fecha de publicación a que se refiere el artículo 32. Las citadas garantías o gravámenes, de ser el caso, deberán estar inscritas en el registro antes de dicha fecha, para ser oponibles a la masa de acreedores. Estos créditos mantienen el presente orden de preferencia aun cuando los bienes que los garantizan sean vendidos o adjudicados para cancelar créditos de órdenes anteriores, pero sólo hasta el monto de realización o adjudicación del bien que garantizaba los créditos;

(…)

[153] Con esta medida se busca evitar que la administración se proteja unilateralmente de los acreedores al plantear una reorganización

[154] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 23º.- Inicio del procedimiento

El Procedimiento Concursal Ordinario podrá ser iniciado por el propio deudor o por sus acreedores, cumpliendo los requisitos establecidos en la Ley.

[155] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Reemplazo de la administración por la Junta de Acreedores	La Ley Concursal puede decidir la continuación o el cese de los administradores. En el caso de disolución cesan las funciones de todos los administradores[156].	Los administradores cesan en sus funciones automáticamente. (Cumple parcialmente)
Requerimiento de la existencia de una reserva legal[157]	Nuestra LGS cumple con la exigencia de disponer una reserva legal[158] orientada principalmente a la compensación de pérdidas.	Reserva legal obligatoria. (Cumple)

Artículo 49º.- Participación de acreedores con posición determinante

49.1 En los casos en que un acreedor cuyo porcentaje de crédito resulte determinante para la adopción de un acuerdo tuviese una posición contraria a la continuación de actividades del deudor o a la celebración de un Plan de Reestructuración o de un Acuerdo Global de Refinanciación, deberá sustentar, bajo sanción de nulidad del acuerdo, su posición ante la Junta, debiendo constar en actas cada uno de sus fundamentos. La abstención, el voto en contra o la adhesión a la posición de un tercer acreedor no serán suficientes para eximir al acreedor de la obligación aludida.

49.2 La conducta evasiva respecto de la fundamentación, cuando ésta corresponda, dará lugar a la imposición de una multa de hasta 100 Unidades Impositivas Tributarias.

[156] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 61º.- Régimen de administración

61.1 La Junta acordará el régimen de administración temporal del deudor durante su reestructuración patrimonial. Para este efecto, podrá disponer:

a) La continuación del mismo régimen de administración;

b) La administración del deudor por un Administrador inscrito ante la Comisión de conformidad con lo establecido en el artículo 120º; o,

c) Un sistema de administración mixta que mantenga en todo o en parte la administración del deudor e involucre obligatoriamente la participación de personas naturales y/o jurídicas designadas por la Junta.

(…)

Artículo 75º.- Órganos de administración en la transición de reestructuración a liquidación

En los casos en que la Junta decidiera variar el destino del deudor sometido a concurso, de reestructuración a disolución y liquidación, caducarán las funciones del representante legal y de todos los órganos de la administración, las que serán asumidas por el Liquidador. La caducidad opera de pleno derecho a partir de la firma del Convenio de Liquidación.

[157] Se opta por esta reserva para evitar una liquidación automática de la compañía. Con ésta se protege a los acreedores que no cuenten con otras herramientas para forzar una liquidación antes que los capitales desaparezcan.

[158] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 229.- Reserva legal

Un mínimo del diez por ciento de la utilidad distribuible de cada ejercicio, deducido el impuesto a la renta, debe ser destinado a una reserva legal, hasta que ella alcance un monto igual a la quinta parte del capital. El exceso sobre este límite no tiene la condición de reserva legal.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Pistor et al.[159]	Perú[160]	OBJETIVO (Cumple/No cumple)
Los acreedores pueden garantizar sus reclamos	La Ley Concursal dispone que los acreedores tiene la posibilidad de decidir la suerte final del deudor[161].	Los acreedores tiene la disposición del patrimonio del deudor. (Cumple)
Disponibilidad de información de intereses	La Ley Concursal dispone, para el acreedor, el acceso completo a la información del deudor[162].	Disponibilidad de información. (Cumple)

Las pérdidas correspondientes a un ejercicio se compensan con las utilidades o reservas de libre disposición. En ausencia de éstas se compensan con la reserva legal. En este último caso, la reserva legal debe ser repuesta.
La sociedad puede capitalizar la reserva legal, quedando obligada a reponerla.
La reposición de la reserva legal se hace destinando utilidades de ejercicios posteriores en la forma establecida en este artículo.

[159] A partir de lo establecido en PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

[160] A partir de la normatividad nacional pertinente.

[161] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo III.- Decisión sobre el destino del deudor

La viabilidad de los deudores en el mercado es definida por los acreedores involucrados en los respectivos procedimientos concursales, quienes asumen la responsabilidad y consecuencias de la decisión adoptada.

[162] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo 13º.- Acceso a la información concursal

13.1 Los acreedores tienen el derecho de acceder a toda la información que requieran para tomar decisiones en los procedimientos concursales, sin perjuicio de las excepciones contempladas en la Constitución y en el marco legal vigente. Es obligación de los deudores y de las entidades administradoras y liquidadoras brindar dicha información. (*Texto modificado por el Artículo 1º de la Ley N° 28709*)

13.2 En el caso de Juntas, el derecho de información de los acreedores se regula por el artículo 52º.

Artículo 52º.- Derecho de información de los acreedores en Junta.

52.1 Únicamente podrán tratarse en las reuniones de la Junta, bajo sanción de nulidad, los temas consignados en la agenda publicada con la convocatoria. Quedan exceptuados los casos en que reunidos en Junta los titulares o representantes del 100% de los créditos reconocidos, éstos acordaran con el voto de acreedores que representen al 100% del monto total de los créditos reconocidos por la Comisión, tratar temas no incluidos en la agenda. Se dejará constancia en acta de tal acuerdo.

52.2 La información y documentación necesaria deberá ponerse a disposición de los acreedores, por el deudor, en el local de la Comisión o, en otro lugar debidamente difundido, con una anticipación no menor a tres (3) días anteriores a la realización de la primera convocatoria a Junta.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

sobre acciones		
Marco legal que garantice sus acreencias y haga cumplir sus derechos	El marco legal que presenta la Ley del Sistema Concursal sirve como garante de las acreencias y del cumplimiento de los derechos de los acreedores a pesar de apuntar a la reestructuración[163] antes que a la liquidación.	Existencia de un marco legal garante de los acreedores. (Cumple)

52.3 La entrega de la referida documentación constituye una obligación exclusiva a cargo del deudor. El incumplimiento o el cumplimiento parcial, tardío o defectuoso de esta obligación no impide a la Junta sesionar válidamente y adoptar acuerdos.

[163] PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Artículo I.- Objetivo del Sistema Concursal

El objetivo del Sistema Concursal es la permanencia de la unidad productiva, la protección del crédito y el patrimonio de la empresa. Los agentes del mercado procurarán una asignación eficiente de sus recursos durante los procedimientos concursales orientando sus esfuerzos a conseguir el máximo valor del patrimonio en crisis.

Artículo 14º.- Patrimonio comprendido en el concurso

14.1 El patrimonio comprende la totalidad de bienes, derechos y obligaciones del deudor concursado, con excepción de sus bienes inembargables y aquellos expresamente excluidos por leyes especiales.

14.2 El deudor cuyo patrimonio se encuentre sujeto al régimen de sociedad de gananciales deberá sustituir dicho régimen por el de separación de patrimonios, lo que permita la identificación exacta de los bienes que integraran su patrimonio comprendido en el procedimiento. Para tal efecto, el deudor procederá a variar el régimen de sociedad de gananciales por la separación de patrimonios de conformidad con las exigencias y formalidades previstas en el Código Civil. Esta condición constituye requisito de admisibilidad para el caso del deudor que pretenda su sometimiento al régimen Concursal previsto en esta Ley.

14.3 En caso de que fuera emplazado un deudor sujeto al régimen de sociedades gananciales y se declarara su sometimiento al régimen concursal, deberá proceder a satisfacer la exigencia prevista en el párrafo anterior de manera previa a la convocatoria a la junta de acreedores que disponga la Comisión. Durante la tramitación de este procedimiento y en tanto la exigencia no se satisfaga, los plazos quedarán suspendidos y no será de aplicación la suspensión de exigibilidad de obligaciones y el marco de protección legal del patrimonio, regulados en los artículos 17º y 18º de la Ley.

14.4 En las sucesiones indivisas formarán parte de la masa concursal los bienes materia de la herencia.

Artículo 16º.- Créditos generados con posterioridad al inicio del concurso

16.1 Las obligaciones originadas con posterioridad a la fecha mencionada en el primer párrafo del artículo 15º, serán pagadas a su vencimiento, no siendo aplicables las disposiciones contenidas en los artículos 17º y 18º, con la excepción prevista en el tercer párrafo del presente artículo. Las solicitudes de reconocimiento de estos créditos serán declaradas improcedentes.

16.2 Los créditos referidos en el párrafo precedente podrán ser ejecutados a su vencimiento, respetando el rango de las garantías otorgadas.

16.3 En los procedimientos de disolución y liquidación serán susceptibles de reconocimiento los créditos generados con posterioridad a la fecha en que se efectúa la publicación establecida en el artículo 32º.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Capacidad legal para sanciones ex post a los administradores[164]	No se establecen disposiciones al respecto.	Posibilidad de sanciones ex post a los administradores (No cumple)
III. Aplicación o Puesta en Práctica		
La Porta et al.[165]	**Perú[166]**	**OBJETIVO (Cumple/No cumple)**
Estado de derecho	Nuestro país se halla en el tercio inferior en cuanto a nivel de estado de derecho con un puntaje de 32.23[167] para el año 2010. Lo que indica que el respeto a las normas todavía es un problema grave en nuestro país.	Estado de derecho con niveles adecuados. (No cumple)
Eficiencia del poder judicial	Este aspecto lo derivamos del indicador que mide el tiempo que dura hacer efectivo un contrato por medios judiciales del *Doing Business 2012* (428 días) lo que nos da una idea clara de que es ineficiente.	Judicatura eficiente. (No cumple)
Nivel de corrupción	El Perú se halla para el año 2010 con un puntaje de 50.24[168], es decir, ligeramente por encima de la mitad inferior. Esta cifra indica que la corrupción es importante en nuestro país.	Nivel de corrupción bajo (No Cumple)

[164] Esta capacidad sería propia de los acreedores quienes podrían exigir sanciones a los acreedores por violación de normas de la bancarrota o cuestionar la videz de transacciones entre el deudor y otras partes inmediatamente antes de la declaración de bancarrota.

[165] A partir de lo establecido en LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).

[166] La información pertinente sobre el país se ha hallado en diversos repositorios de datos que se describen oportunamente. Ello con el fin de contar con una información más actualizada en cada aspecto.

[167] El indicador de Estado de Derecho refleja las percepciones de la amplitud en la que los agentes confían y respetan las normas que rigen a la sociedad, y en particular la calidad del respeto a los contratos, los derechos de propiedad, a la policía, y a las cortes, así como la probabilidad de ocurrencia de crimen y violencia. Este puntaje varía en un rango de 0 (más bajo) a 100 (más alto). El dato fue obtenido del informe para el año 2010 del WORLD BANK *Worldwide Governance Indicator (WGI)*. *[Indicador Mundial de Gobernanza]* Disponible en <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Cumplimiento de contratos	Según el ranking del *Doing Business 2012* del Banco Mundial nuestro país se ubica en la posición 111de 181 países lo cual es una ubicación mala que incluso ha descendido en una posición con respecto al del 2011. En ello influye la excesiva duración de los procesos para el cumplimiento de contratos que es de 428 días[169].	Alto nivel de cumplimiento de contratos (No cumple)
Expropiación por parte del Estado	En este aspecto se puede afirmar que el Estado en los últimos 20 años no ha realizado expropiaciones de compañías privadas. La falta de respeto a la propiedad privada se da más a niveles de la sociedad misma, es decir, entre privados.	Inexistencia de expropiaciones (Cumple)
IV. Distribución de la Propiedad		
La Porta et al.[170]	**Perú[171]**	**OBJETIVO (Cumple/No cumple)**
Nivel de concentración de la propiedad[172]	El nivel de concentración de la propiedad accionaria es de 57 % que se halla por encima del promedio para la familia francesa del *civil law* que es	Alta dispersión de la propiedad. (No cumple)

[168] El indicador de Control de Corrupción del Worldwide Governance Indicator (WGI) refleja las percepciones del alcance al que el poder público se ejerce para beneficio privado, incluyendo a la pequeña y gran corrupción, así como la "captura" del Estado por parte de las élites y de intereses privados. Siendo el pero puntaje = (cero) y el mejor 100. El dato fue obtenido del informe para el año 2010 del WORLD BANK *Worldwide Governance Indicator (WGI)*. *[Indicador Mundial de Gobernanza]* Disponible en <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (accedido el 18/03/2014)

[169] Esta información se halla disponible en <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/peru/#enforcing-contracts> (accedido el 10/12/2011)

[170] A partir de lo establecido en LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014). Se considera el punto de vista de un acreedor con garantías que busca tomar posesión de estas y por tanto, tiene como objetivo la liquidación de la compañía y no su reorganización.

[171] La información pertinente se obtiene del propio documento de La Porta et al., Tabla 7 página 1147.

[172] El nivel de concentración accionaria está directamente vinculado con la capacidad de expropiación de parte de los administradores y se yergue como un substituto a una deficiente protección legal del inversionista.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

	la familia jurídica con mayor concentración y cuyo promedio se halla en el orden del 55%.	

De los análisis realizados sobre la normatividad comercial pertinente en vigencia en el país. Se puede concluir que a pesar de que la normatividad analizada fue promulgada a partir de la década de los 90 cuando el Perú se abrió al libre mercado, ésta todavía cuenta con deficiencias que sería deseable corregir. En resumen tenemos, la clasificación del cumplimiento o no de los requerimientos ideales de protección al inversionista:

TÓPICO	CUMPLE	NO CUMPLE
I. DERECHO DE LOS ACCIONISTAS	8/15	7/15
II. DERECHO DE LOS ACREEDORES	5/9	4/9
III. APLICACIÓN O PUESTA EN PRÁCTICA	1/5	4/5
IV. DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD	0	1
TOTAL GENERAL	**14/30**	**16/30**

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

B.3. EL NIVEL DE CUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS EXISTENTES.

El nivel de cumplimiento de cualquier norma se debe evaluar a partir de dos aspectos importantes. El primero es el nivel de cumplimiento voluntario de la misma y el segundo, es a partir del grado de efectividad de las instituciones legales encargadas de hacerlas acatar[173]. Aquí recurrimos a los indicadores que se han considerado pertinentes por La Porta et al.[174], que son: el estado de derecho, la eficiencia judicial, el nivel de corrupción, el cumplimiento de contratos y la expropiación por parte del Estado. Tomando en cuenta los resultados del cuadro en la sección anterior se determina que a nuestros ciudadanos no cumplen al nivel deseado con las normas existentes. Por su parte nuestra judicatura es todavía lenta para la solución de problemas con una pequeña mejoría en cuanto al desempeño específico de los juzgados comerciales instalados en la ciudad de Lima al menos en el aspecto de estar al día con la carga procesal que manejan. En cuanto a corrupción a nivel general el país se halla en una posición media (50.24) según los datos del *Worldwide Governance Indicators.*[175] Si se aprecia los datos históricos desde 1996 a 2010 se aprecia que el comportamiento del Perú ha estado variando desde un punto mínimo de 38.54 en el año 2000 a un pico de 54.15 en el año 2003.

B.4. LA CALIDAD DE LA NORMATIVA EXISTENTE.

La calidad de las normas existentes ha tenido un despegue desde la década de los 90 en la que el país se abrió al comercio internacional y recuperó su calidad de país elegible y abrazó una economía liberal.

B.5. LA COMPATIBILIDAD ENTRE LAS NORMAS ADOPTADAS (EN CASO ASÍ SEA), EL MEDIO EN EL QUE SE APLIQUEN Y LA VOLUNTAD DE CUMPLIMIENTO DE LAS MISMAS.

Este es un aspecto de difícil medición y que por sí solo merecería una investigación. Sin embargo, al menos en lo referente a la Ley General de Sociedades (Ley Nº 26887) se han producido observaciones respecto de sus limitantes por ejemplo para el tratamiento de grupos de empresas.

---

[173] PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014). Página 12.

[174] LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).

[175] WORLD BANK *Worldwide Governance Indicator (WGI). [Indicador Mundial de Gobernanza]* Disponible en <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

C. BENEFICIOS DEL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA SOCIEDAD COMERCIAL Y PARA EL INVERSIONISTA

La Protección al Inversionista combinada con el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo presentan beneficios en general en los siguientes campos los patrones de propiedad y control, el desarrollo de los mercados financieros y la asignación de recursos en la economía real[176].

Igualmente, se presentan beneficios particulares como son: el incremento de confianza de los inversionistas, liderazgo en el sector, incremento de inversiones, fuertes lazos entre la firma y sus partes interesadas.

C.1. BENEFICIOS GENERALES[177]:

C.1.1. Patrones de Propiedad y Control

En las compañías siempre se halla presente el fantasma de la expropiación de parte de los accionistas mayoritarios o de los administradores. Este temor puede acentuarse cuando no existen mecanismos suficientes de protección para el inversionista minoritario o cuando de existir estos, su cumplimiento sea superficial y su puesta en vigor no cuente con la colaboración eficiente de las leyes o de los organismos encargados de que se cumplan.

Los incentivos para la expropiación se mitigan o desaparecen en el caso ideal con las protecciones al inversionista respaldadas por las prácticas de buen gobierno corporativo lo cual produce que las acciones de los administradores y de los grandes accionistas se dirijan a la obtención de mayores dividendos sin que se distraigan recursos innecesariamente en personal o en aventuras empresariales ineficientes económicamente.

C.1.2. Desarrollo de Mercados Financieros

Tanto para el inversionista experimentado como para el principiante existe un temor fundado cuando al mirar el mercado este se percata de una pobre protección al inversionista y cuando los principios de buen gobierno corporativo son sólo un deseo o un lujo que no se permiten las empresas en las que este pretende disponer sus excedentes. Al contrario si ambos funcionan de manera eficiente, está claro que no se disipan todos los riesgos

[176] Se llama economía real a aquella que se ocupa de la producción real de bienes y servicios, a diferencia de aquella parte de la economía que está vinculada a la compra y venta en los mercados financieros. FINANCIAL TIMES LEXICON *Definition of real economy.* Disponible en <http://lexicon.ft.com/Term?term=real-economy> (accedido el 10/12/2011)

[177] Las aéreas que se presentan son aquellas detectadas por La Porta et al., en LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation. [Protección al Inversionista y Valoración Empresarial]* The Journal of Finance, Vol. 57, Nº 3.Junio 2002. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697775> (accedido el 18/03/2014). Página 13-17.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

asociados a una inversión pero por lo menos un inversionista es consciente de la existencia de herramientas que le posibilitaran escudarse de acciones que podrían perjudicarlo.

Estas seguridades entonces, provocan una mayor disposición a colocar activos en inversiones en las mentes no sólo de los que ya son accionistas, sino en quienes pretenden serlo y de aquellos acreedores que podrían apalancar el crecimiento de las empresas. De esta manera se expanden las áreas donde podría intervenir una firma cualquiera y las oportunidades de negocios florecen respaldadas por estos resguardos. El mercado entonces crece de manera saludable y las firmas también se inclinan a optar por los mercados de capitales como una opción válida. Ello es incluso más importante cuando las ideas de negocios son los activos más valiosos con los que cuentan los emprendedores que se hallan en la búsqueda de financiamiento.

C.1.3. Asignación de Recursos en la Economía Real

Tomando en consideración que la protección al inversionista y el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo favorecen el florecimiento de los mercados financieros es importante considera el hallazgo de Beck et al.[178], respecto a estos. Este autor afirma que el desarrollo financiero acelera el crecimiento económico de tres maneras: el crecimiento de los ahorros, la canalización de dichos excedentes en inversiones productivas y por tanto la acumulación de capital, y finalmente la asignación de dichos recursos en los sectores más eficientes. Todos estos tienen una influencia poderosa en el crecimiento económico. De este modo se dinamizan sectores cuyas eficiencias tiene un alcance mayor que aquellos exclusivamente circunscritos a los mercados financieros.

C.2. BENEFICIOS PARTICULARES

C.2.1. Incremento de Confianza de los Inversionistas

No existe mejor manera de contar con la confianza de los inversionistas que siendo transparente y franco con la información de la empresa que se les brinda. Es importante considerar que a pesar de que los inversionistas utilizaran intermediarios (por ejemplo, sociedades agentes de bolsa) para realizar sus transacciones, es mejor que ellos mismos puedan involucrarse en los dichos y las cifras que le brinda la empresa y eso se puede lograr educando financieramente a estos. Una presentación clara en lenguaje sencillo que le permita al inversionista ser consciente de dónde y cómo se utilizará su dinero y las fortalezas y debilidades de la empresa para el logro de sus objetivos será un paso inicial

[178] BECK, T., LEVINE, R., LOAYZA, N. *Finance and the resources of growth.* Journal of Financial Economics 58, 261-300 citado en LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation. [Protección al Inversionista y Valoración Empresarial]* The Journal of Finance, Vol. 57, Nº 3.Junio 2002. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697775> (accedido el 18/03/2014). Páginas 16-17.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

importante. Y justamente en ese sentido apunta el acatamiento de los principios de buen gobierno corporativo. Es cierto que las normas pueden ser una limitante para la protección al inversionista pero también pueden ser un punto de partida para que la empresa se ocupe de darle las protecciones suficientes al inversionista que se note que se preocupa por su financista externo y que no está interesada en expropiarle sus excedentes de capital.

C.2.2. Liderazgo en el Sector

El cumplimiento de los principios de gobierno corporativo y la preocupación por los accionistas minoritarios crean un ambiente que promueve la inversión. Ya no son simplemente personas que buscan obtener réditos frente a una propuesta transparente y atractivas sino verdaderos socios que se sienten parte de la empresa y que apuntarán en las Juntas Generales de Accionistas hacía las mejores opciones para la firma.

C.2.3. Incremento de Inversiones

Esta es una natural consecuencia de un manejo diligente y leal de una firma. Los capitales de los inversionistas no necesitaran ser atraídos sino que se dirigirán solos hacia la empresa que les brinde la información necesaria de la manera más transparente sin falsas promesas y sin caretas. Todos buscan ser parte de una empresa exitosa.

C.2.4. Fuertes lazos entre la compañía y sus partes interesadas

Cuando una compañía se identifica con las partes interesadas dentro y fuera de sus ámbitos de acción, su incursión en nuevos mercados se hace más simple y las personas están deseosas de ser parte de ese gran esfuerzo a nivel interno y de recurrir a ella por sus productos y servicios a nivel externo.

D. MEDIDAS PARA MEJORAR EL NIVEL DE PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA VINCULADOS AL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

D.1. IMPACTO DE MAYOR O MENOR REGULACIÓN

La regulación como ya se ha discutido extensamente es un componente importantísimo a la hora de determinar si un inversionista se halla o no suficientemente protegido. A partir de los resultados obtenidos en la sección precedente podemos afirmar lo siguiente:

- En cuanto a derechos de los accionistas nos encontramos en un punto intermedio. Siendo el trato igualitario a los accionistas un punto aún débil en nuestra normativa. A pesar de la existencia de medios electrónicos que pueden ser implementados a costos moderados todavía se requiere el voto presencial. Las restricciones de transferencia

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

de acciones deben ser menos generales y más específicas. El porcentaje del 20% para la convocatoria a una Junta General de Accionistas extraordinaria se halla incluso por encima del promedio de los países con la familia francesa del *civil law* (15%) que se considera el sistema menos pro inversionista. El dinamismo propio del Derecho Comercial exige la simplificación de los mecanismos de separación de accionistas y de una justa compensación económica por sus acciones. A pesar de los escándalos contables cuyo capítulo más reciente en nuestra región fue el de La Polar en Chile, es preocupante que no haya un mecanismo que permita a los accionistas recurrir a otro auditor fuera del externo que ya en muchos casos es permanente lo que también no es aconsejable según los principios de buen gobierno corporativo. Por otro lado, las decisiones trascendentes pueden fácilmente saltarse a los accionistas minoritarios ya que se requiere un 66% por ejemplo para el caso de cambio en los estatutos mientras normalmente se maneja mayoría absoluta en el resto de casos, es decir, basta con un 51% del accionariado para controlar la sociedad, ello siempre y cuando se produzca una asistencia total a las Juntas Generales de Accionistas.

- Con respecto a los acreedores, que son otros importantes actores en las firmas, también nos hallamos en un punto intermedio. Habiendo adoptado el criterio de un acreedor que busca recuperar su dinero, la ley del sistema concursal se convierte en un marco legal que frena la supervivencia del más apto y elige la reestructuración y la supervivencia a la liquidación y la muerte. De igual manera siendo los acreedores en muchos casos los financistas principales de la empresa es poco coherente que se hallen en tercer lugar de prelación al momento del cobro de sus acreencias. Considerando que se busca que la administración de las firmas no se escuden en procesos de reestructuración se busca una aprobación previa de los acreedores, pero la Ley del Sistema Concursal opta por un acogimiento unilateral al procedimiento concursal. De igual manera, no se dispone la posibilidad de sanciones ex post a administradores por su comportamiento posiblemente negligente por haber colocado a la empresa en situación concursal.
- Las normas legales sólo son importantes si su presencia se refleja en el comportamiento de quienes son regulados por ellas. Para ello se requieren condiciones especiales que en conjunto promuevan el cumplimiento de las disposiciones legales o su rápida cumplimiento por medios judiciales en caso se transgredan. Lamentablemente nuestro país todavía no supera problemas que son estructurales como un bajo nivel de estado de derecho es decir de acatamiento y cumplimiento de las normas. Una deficiente judicatura que en muchos casos perpetúa procesos o los resuelve en tanto tiempo que el perjuicio ocasionado por este hecho puede ser superior a aquel que se pretende compensar. Los niveles de corrupción

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

todavía son altos y el mundo empresarial no es ajeno a ellos. Los contratos que son el fundamento de la actividad comercial tardan demasiado en su efectivización ubicándonos en niveles bajos a nivel mundial. Felizmente ya se cumple un buen tiempo de freno de acciones populistas de expropiación que causaron mucho daño a la sociedad en general y a actividad empresarial en particular.

- La existencia de un accionariado disperso no es el caso de nuestro país cuyo nivel de concentración se halla incluso por encima del promedio del sistema jurídico más a favor de la concentración que existe que es la familia francesa del *civil law*. Este nivel de concentración se halla favorecido incluso por la LGS.

Los campos señalados son aquellos en los que se deben realizar las correcciones legislativas pertinentes. Ello por la alta influencia de las normas legales en la protección del inversionista y en el cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo.

D.2. ANÁLISIS ECONÓMICO DE MEDIDAS DE SOFT O HARD LAW

D.2.1. Definición de Soft Law

La definición de *soft law* se aplica tanto en contextos nacionales como en internacionales. Se adoptaran las dos definiciones pues para los propósitos del presente trabajo los inversionistas pueden ser de cualquier origen y en un mundo globalizado sería absurdo realizar ese tipo de discriminación. Como bien se afirma en Black's Law Dictionary[179] soft law se entiende como *normas que no son estrictamente vinculantes ni que carecen completamente de significado legal.* En tanto que en el ámbito internacional el Oxford Dictionary of Law[180] la define como *pautas de comportamiento tales como aquellas provistas por los tratados que todavía no están en vigor, resoluciones de las Naciones Unidas, o conferencias internacionales, que no son vinculantes en sí pero que son más que meras declaraciones de aspiraciones políticas (se ubican en limbo legal/político entre estos dos estados).*

D.2.2. Definición de Hard Law

A diferencia del *soft law*, el *hard law* se entiende como el derecho imperativo, es decir, el derecho positivo duro. Por tanto en el ámbito meramente nacional sería el derecho positivizado y en el ámbito internacional se consideraría a aquellas nomas que hacen parte del *ius cogens* porque son vinculantes y obligan a los Estados a su estricto cumplimiento.

[179] Black's Law Dictionary WEST A Thomson Reuters business Ninth Edition USA 2009 p. 1519
[180] Oxford A Dictionary of Law Oxford University Press Fifth Edition Oxford UK 2003 p. 467

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Las últimas son entonces *aquellas obligaciones legales halladas en tratados internacionales o normas de derecho internacional consuetudinario que son vinculantes en sí mismas*[181].

D.2.3. Medidas Recomendadas

Dentro del ámbito de las normas que regulan cualquier aspecto de la vida, la mayoría sino todas las veces se debe decidir entre normas de *soft* o de *hard law* para poder lograr que ocurra el comportamiento deseado por quienes deban realizarlo. Se privilegian el *soft law* porque se considera que estas normas al estar internalizadas por el agente cuentan con una mayor eficacia en su cumplimiento que el *hard law* cuya misma naturaleza puede en algunos casos resultar en una evasión leve o grave según convenga a los intereses de quienes deben cumplirla y flexibilidad o rigidez de parte de quienes deben vigilar y exigir su cumplimiento o de parte quienes deben sancionar su transgresión.

Se debe tomar en cuenta que actualmente se reconoce ampliamente que *la protección de los inversionistas minoritarios es una variable clave en la determinación de los modelos de propiedad de las firmas y financieros alrededor del mundo*[182]. De igual manera un componente importante a la hora de plantear medidas de *soft law* es que estas se cumplirán voluntariamente si dicho hecho genera beneficios privados[183]. En base a lo señalado se plantean las siguientes medidas:

- Proporcionar beneficios tributarios escalonados de acuerdo a los niveles de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo.
- Estimular la aplicación del buen gobierno corporativo en PYMES facilitando de esta forma su captación de recursos externos.
- Generar una clasificación de empresas según el cumplimiento de las normas de buen gobierno corporativo a cargo de una o varias entidades privadas que actúen como lo hacen las calificadoras de riesgo crediticio.
- Exigir ciertos niveles de cumplimiento de prácticas de buen gobierno corporativo que sean puntuables favorablemente en licitaciones de bienes y servicios para el Estado.

[181] Oxford A Dictionary of Law Oxford University Press Fifth Edition Oxford UK 2003 p. 467

[182] MILHAUPT, Curtis J. *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance. [Destrucción Creativa de Normas: La Evolución de Reglas No Jurídicas en el Gobierno Corporativo Japonés]* University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, Nº 6. Junio 2001. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/3312906> (accedido el 18/03/2014) Page 2084.

[183] MILHAUPT, Curtis J. *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance. [Destrucción Creativa de Normas: La Evolución de Reglas No Jurídicas en el Gobierno Corporativo Japonés]* University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, Nº 6. Junio 2001. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/3312906> (accedido el 18/03/2014) Page 2086.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

E. INCORPORACIÓN DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN LOS ÍNDICES DE RIESGO

Este tema pos si mismo requeriría que se le dedicar una investigación completa, pues todavía no se ha realizado un índice que se nutra de los principios de buen gobierno corporativo y de aquellos conceptos propios de la Responsabilidad Social Empresarial. Sin embargo, se deja como una idea que pueda estimular a un esfuerzo en su elaboración e implementación.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Conclusiones

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

En el presente documento hemos relacionado la protección del inversionista y los principios de buen gobierno corporativo de modo que se pueda conocer cómo mejorar su cumplimiento con medias legislativas y no legislativas. Dicho recorrido nos deja con las conclusiones que a continuación se presentan.

Primero, del análisis realizado se determina que las normas de protección al inversionista en relación con los principios de buen gobierno corporativo no son suficientes. En este hecho no sólo influye el hecho de que las prácticas de buen gobierno corporativo sean potestativas sino que la insuficiencia nace del mismo marco normativo que debería proteger al inversionista. Por ello, el inversionista minoritario todavía se halla a merced de los accionistas dominantes y es por ello que el fenómeno de concentración accionaria es muy fuerte en nuestro país. Esta concentración a su vez impide el crecimiento del mercado de capitales y el flujo de excedentes de los inversionistas hacia el mismo. A su vez, se provoca que el inversionista minoritario tenga una presencia sujeta a los vaivenes de las decisiones de los grandes accionistas.

Segundo, para un cumplimiento adecuado de los principios de buen gobierno corporativo primero se hacen necesarias ciertas reformas legales básicas que nos permitan disfrutar de una mayor confianza en el mercado de capitales y en la inversión en general, un crecimiento de las fuentes de financiamiento de las empresas y la ampliación de opciones para las mismas, un crecimiento del mercado financiero y finalmente beneficios para el Estado traducidos en una mayor recaudación y para los consumidores en mejores productos y servicios.

Tercero, se debe considerar igualmente una mayor protección a los acreedores y al facilitación y eficacia en la ejecución de los contratos evitando demoras que dañan el mercado generando desconfianza de ambas partes generando mayores requisitos para la obtención de créditos y a la vez del uso de recursos adicionales para su recuperación.

Cuarto, la estimulación del cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo es una vía que puede internalizarlos en el quehacer de las empresas, de modo que estas vean en los hechos que sus beneficios superan ampliamente a sus costos y que las convierten en más atractivas para atraer financiamiento externo.

Quinto, los niveles de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo por parte de la CONASEV demuestran un apego estricto a la normativa con relación a sus accionistas tomando a la Ley General de Sociedades como determinante de máximos y no de mínimos deseables. En cuanto a la igualdad entre accionistas ésta es más un deseo que un hecho porque no se han realizado canjes de acciones sin voto por otras con derecho a voto en el periodo evaluado y todavía se comparten Directores entre empresas. Por otro lado, las

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

auditorias ya son realizadas permanentemente por las mismas empresas lo cual no es deseable, su nombramiento generalmente es delegado al Directorio. En relación a las responsabilidades del directorio por su parte, se presenta ausencia de regulaciones específicas en un 20% de los casos y el seguimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo está ausente en el 40% de las empresas evaluadas por CONASEV.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Recomendaciones

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

- Realizar un estudio que pueda determinar cuál fue el impacto de la privatización en el mercado de capitales en el Perú.
- Crear un nuevo índice de riesgo que incluya otros elementos e indicadores para acercarlo más a la realidad.
- Realizar una comparación entre el financiamiento de entidades a través de mercado de capitales y a través el sistema financiero nacional e internacional y determinar cuáles serían las razones para la opción en uno u otro sentido.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Bibliografía

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

1. LIBROS

- Black's Law Dictionary WEST A Thomson Reuters business Ninth Edition USA 2009
- GITMAN, Lawrence *Principios de Administración Financiera* Naucalpan de Juárez. Pearson Educación 2007.
- Oxford A Dictionary of Law Oxford University Press Fifth Edition Oxford UK 2003
- Oxford A Dictionary of Law Oxford University Press Fifth Edition Oxford UK 2003
- REYES VILLAMIZAR, Francisco Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada LEGIS Editores S.A.; Tercera Edición 2006.
- ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.; *Fundamentos de Finanzas Corporativas.* McGraw Hill/Interamericana Editores S.A. de C.V. México D.F. 2010.

2. ARTÍCULOS

- AMERICAN BAR ASSOCIATION *Fiduciary Duties and Potential Liabilities of Directors and Officers of Financial Distressed Corporations; [Deberes Fiduciarios y Responsabilidades Potenciales de Directores y Funcionarios de Empresas en Crisis Financiera]* The Section of Business Law eSource August 2002 Volume 1 Number 3. Disponible en <http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0003/materials/tip3.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- ARATA, Carlos *CONASEV y protección al inversionista: limites en el rol del regulador* IUS ET VERITAS Nº 39 Diciembre 2009.
- BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine [La Regla de Discrecionalidad Empresarial como Doctrina de Abstención]* Vanderbilt Law Review Vol. 57:1 2004 p. 87. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429260> (accedido el 18/03/2014)
- BAINBRIDGE, Stephen M. y GULATI, G. Mitu, *How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does - Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions. [¿Cómo maximizan los Jueces? (De la misma manera que todo el mundo lo hace - Delimitando: Reglas Empíricas en Criterios sobre Fraudes con Títulos Valores]* Emory Law Journal, Vol. 51, 2002. Disponible en SSRN:

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

<http://ssrn.com/abstract=283261 or doi:10.2139/ssrn.283261> (accedido el 18/03/2014)

- BEBCHUCK, Lucian y GRINSTEIN, Yaniv *The Growth of Executive Pay [El Incremento del Pago a Ejecutivos]* Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21 No. 2 2005 p. 283-303. Disponible en <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Bebchuk-Grinstein.Growth-of-Pay.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- BOLSA DE VALORES DE LIMA *Sobre el Índice de Buen Gobierno Corporativo* Suplemento Especial. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- BONFIGLIOLI, Alessandra; *Investor Protection and Income Inequality: Risk Sharing vs. Risk Taking. [Protección al Inversionista y Desigualdad de Ingresos: Riesgo Compartido vs. Riesgo Asumido]* Institute for Economic Analysis-CISC and CEPR. May 17, 2010. Disponible en <http://pareto.uab.es/wp/2010/82710.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- CAMPBELL R. Harvey's Hypertextual Finance Glossary, <http://www.duke.edu/%7Echarvey/Classes/wpg/bfgloss.htm#systematic_risk> (accedido el 18/03/2014)
- CASEBRIEFS Shlensky v. Wrigley <http://www.casebriefs.com/blog/law/corporations/corporations-keyed-to-klein/the-nature-of-the-corporation/shlensky-v-wrigley/> (accedido el 18/03/2014)
- CERIONI, Luca *Corporate Governance and The Protection of Investors: A Comparative and Critical Perspective on the Legal Responses to the Ultimate Concern and on Potential Developments* (research work in progress) *[Gobierno Corporativo y la Protección de los Inversionistas: Una Perspectiva Comparativa y Crítica de las Respuestas Legales ante la Preocupación Fundamental y sobre sus Potenciales Desarrollos (investigación en progreso)]* Brunel Law School. Brunel University. Disponible en <http://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/1567/3/ConfpaperCORPGOV.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- CONASEV *Grado de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo durante el 2009*. 23 de diciembre de 2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/INFORME_PBGC_2009.pdf> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

- CONASEV *Principios de Buen Gobierno para Sociedades Peruanas* Julio 2002. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- DAMODARAN, Aswath *Chapter 4. How do we Measure Risk? [¿Cómo medimos el Riesgo?]* Stern School of Business New York University. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valrisk/ch4.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- DAVIS, William *CEDE &CO. V. TECHNICOLOR, INC. IV.* Disponible en <http://www.wfu.edu/~palmitar/Law&Valuation/Papers/1999/davis.html>. (accedido el 18/03/2014)
- DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *The law and economics of self dealing [El Análisis Económico del Derecho del Provecho Propio]* Journal of Financial Economics 88, 2008. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w11883.pdf?new_window=1> (accedido el 18/03/2014)
- GIGERENZER, Gerd y ENGEL, Christoph eds. *Heuristics and the Law*, *[Heurística y Derecho]* Dahlem Workshop Reports, Cambridge, The MIT Press 2007. p. 04. Disponible en <http://wdn.ipublishcentral.net/mit/viewinside/166390400619> (accedido el 18/03/2014)
- HEMINWAY, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman? [Inversionistas Femeninos y Fraude de Títulos Valores: ¿El Inversionista Razonable es una Mujer?]* (September 3, 2008). William & Mary Journal of Women and the Law, Vol. 15; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 77. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262915> (accedido el 18/03/2014)
- HOFFMAN, David A., *The Duty to be a Rational Shareholder*. *[El Deber de ser un Accionista Racional]* Temple University Legal Studies Research Paper No. 2006-02; Minnesota Law Review, Vol. 90, 2006. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=690884>. (accedido el 18/03/2014)
- HOLTOM, Glyn A. *Defining Risk. [Definiendo el Riesgo]* Financial Analysts Journal Volume 60 Number 6 CFA Insititute 2004. Disponible en <http://www.riskexpertise.com/papers/risk.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO *Guía Estudiantil de Mercado de Valores: Conocimientos Generales.* Disponible en <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0> (accedido el 18/03/2014)

- LANGEVOORT, Donald C., *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers. [Vendiendo Esperanza, Vendiendo Riesgo: Algunas Lecciones para el Derecho de parte de la Economía Comportamental sobre Corredores de Bolsa y sus Clientes Sofisticados]* California Law Review, Vol. 83, Issue 3 (1996). Disponible en <http://www.jstor.org/stable/3480963>. (accedido el 18/03/2014)
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Corporate Ownership Around the World*. *[Propiedad Empresarial alrededor del Mundo]* The Journal of Finance, Vol. 54, Nº 2. Abril 1999. American Finance Association. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697717> (accedido el 18/03/2014).
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Governance. [Protección al Inversionista y Gobierno Corporativo]* Journal of Financial Economics, 58, Nº 6. Elsevier Science, 2000. Disponible en <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/InvestorProtectionCorporateGovernance.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation. [Protección al Inversionista y Valoración Empresarial]* The Journal of Finance, Vol. 57, Nº 3.Junio 2002. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2697775> (accedido el 18/03/2014).
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance. [Derecho y Finanzas]* Journal of Political Economy, Vol. 106, Nº 6. The University Of Chicago Press. Diciembre 1998. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042> (accedido el 18/03/2014).
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance. [Determinantes Legales de Financaimiento Externo]* The Journal of Finance, Vol. 52, Nº 3. Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, Americna Finance Association, New Orleans, Lousiana Enero 4-6, 1997. Julio 1997. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2329518> (accedido el 18/03/2014).
- LA PORTA Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *The Economic Consequences of Legal Orgins. [Las Consecuencias Económicas de los Origenes Legales]* Journal of Economic Literature, Vol. 46, Nº 2.

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

Junio de 2008. American Economic Association. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/27646991> (accedido el 18/03/2014).

- MACHAN, Tibor R. *What is Morally Right With Insider Trading? [¿Qué es lo Moralmente Correcto del Tráfico de Información Privilegiada?] Public Affairs Quarterly,* Vol. 10 (April 1996), pp.135-142. También en el Capítulo 7 de Tibor R. Machan & James E. Chesher, *A Primer on Business Ethics [Una Introducción a la Ética de Negocios]* (Rowman & Littlefield, 2003). Disponible en <http://mises.org/etexts/insidertrading.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- MILHAUPT, Curtis J. *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance. [Destrucción Creativa de Normas: La Evolución de Reglas No Jurídicas en el Gobierno Corporativo Japonés]* University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, Nº 6. Junio 2001. Disponible en <http://www.jstor.org/stable/3312906> (accedido el 18/03/2014)
- OECD *Principles of Corporate Governance 2004*. *[Principios de Gobierno Corporativo 2004]* Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- OCDE *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE* 2004. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- ONLINE STUDY GUIDE *Insider Trading [Tráfico de Información Privilegiada]* Upstart Raising Inc. 2004 p. 02. Disponible en <http://www.upstartraising.com/nasd/studyguides/InsiderTrading.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- OLSON, John F. y BRIGGS, Aaron K.; *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves Toward Normative Standards. [La Ley de Modelo de Empresa de Negocios y el Gobierno Corporativo: Una Disposición Legal se dirige a Convertirse en un Estándar Normativo]* LAW AND COMTEMPORARY PROBLEMS *The Model Business Corporation Act at Sixty* Volume 74 Winter 2011 Number 1. Disponible en <http://www.law.duke.edu/shell/cite.pl?74+Law+&+Contemp.+Probs.+31+(winter+2011)+pdf> (accedido el 18/03/2014)
- PISTOR, Katrina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw; *Law and Finance in Transition Economies. [Derecho y Finanzas en Economías en Transición]* CID Working Paper Nº 49. Law and Development Paper Nº 4, Working Papers, Center for International Development at Harvard University. Junio 2000. Disponible en <http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/049.pdf> (accedido el 18/03/2014).

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

- ROSENBERG, Jonathan y BURR, Kendall *Making Sense of New York's Corporate Opportunity Doctrine [Dándole Sentido a la Doctrina de Oportunidad Empresarial de Nueva York]* New York State Bar Association Journal, June 2008, Vol. 80, No. 5. Disponible en <http://emhllp.com/files/Corp_Opp_article_%2800086307%29.PDF> (accedido el 18/03/2014)
- SACHS, Margaret V. *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, *[Materialidad y Cambio Social: El Caso para reemplazar el "Inversionista Razonable" por el "el Inversionista Menos Sofisticado" en Mercados Ineficientes]* 81 TUL. L. REV. 2006 <http://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1265&context=fac_artchop> (accedido el 18/03/2014)
- SCHWARCZ, Steven L. *Systemic Risk. [Riesgo Sitémico]* The Georgetown Law Journal Vol. 97 2008. Disponible en <http://www.financial-tracking.com/docs/systemic_risk_by_Schwarcz.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- TURNBULL, Shann, *Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms*. *[Gobierno Corporativo: Teorías, Retos y Paradigmas]* Gouvernance: Revue Internationale, Vol. 1, No. 1, pp.11-43, 2000. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=221350>. (accedido el 18/03/2014)
- VENABLE MARYLAND CORPORATE LAW REPORT *Maryland differentiates usurpation of corporate opportunity from interested director transaction; determines guidelines for finding interested director [Maryland diferencia la usurpación de la oportunidad empresarial de la transacción de director interesado; determina guías para ubicar al director interesado]* Otoño 2002 p. 01-02. Disponible en <http://www.venable.com/files/Publication/20568be4-6306-46ad-baa5-fe4b9fe84e27/Presentation/PublicationAttachment/ac90a687-1ab6-4f7f-9c42-99ed02323ada/743.Pdf> (accedido el 18/03/2014)
- WORLD BANK *Worldwide Governance Indicator (WGI)*. *[Indicador Mundial de Gobernanza]* Disponible en <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (accedido el 18/03/2014)
- WORLD BANK. *Doing Business 2012. [Haciendo Negocios 2012]* Disponible en <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/peru/#enforcing-contracts> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

3. PÁGINAS WEB

- ANDINA (Agencia Peruana de noticias) (08/12/2011) *Juzgados Comerciales resolvieron cerca de 8,000 casos*. Disponible en <http://www.andina.com.pe/Espanol/noticia-juzgados-comerciales-resolveron-cerca-8000-casos-390060.aspx> (accedido el 18/03/2014)
- BUSINESSDICTIONARY.COM *Corporate Governance Definition.* Disponible en <http://www.businessdictionary.com/definition/corporate-governance.html> (accedido el 18/03/2014)
- FINANCIAL TIMES LEXICON sobre *Moral hazard. Disponible en* <http://lexicon.ft.com/Term?term=moral-hazard> (accedido el 18/03/2014)
- FINANCIAL TIMES LEXICON *Definition of Investor Protection*. Disponible en <http://lexicon.ft.com/Term?term=investor-protection> (accedido el 18/03/2014)
- FINANCIAL TIMES LEXICON *Definition of real economy.* Disponible en <http://lexicon.ft.com/Term?term=real-economy> (accedido el 18/03/2014)
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION *Executive Compensation. [Pago a Ejecutivos]* Disponible en <http://www.sec.gov/answers/execomp.htm> (accedido el 18/03/2014)
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION *Insider Trading. [Tráfico de Información Privilegiada]* Disponible en <http://www.sec.gov/answers/insider.htm> (accedido el 18/03/2014)
- WEST'S ENCYCLOPEDIA OF AMERICAN LAW, *Definition of Self-Dealing* 2nd Edition. Copyright 2008 The Gale Group, Inc. A. Disponible en <http://legal-dictionary.thefreedictionary.com/Self-Dealing> (accedido el 18/03/2014)

4. LEGISLACIÓN

LEGISLACIÓN PERUANA

- PERU. *Código Penal.* Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-codpenal.htm&vid=Ciclope:CLPdemo> (accedida el 18/03/2014)
- PERU: DECRETO LEY N° 26126-1992 TEXTO UNICO CONCORDADO DE LA LEY ORGANICA DE LA COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES. Disponible en <http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/CA6BB8F06048900D052

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

573EF0054EA90/$file/Ley%20organica%20de%20la%20%20CONASEV.pdf> (accedido el 18/03/2014)

- PERU: LEY GENERAL DE SOCIEDADES (LEY Nº 26887) Disponible en <http://spij.minjus.gob.pe/CLP/contenidos.dll?f=templates&fn=default-leygralsociedades.htm&vid=Ciclope:CLPdemo > (accedido el 18/03/2014)
- PERU: LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL. Disponible en <http://www.bvindecopi.gob.pe/legis/l27809.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- PERU: RESOLUCION CONASEV N° 055-2001-EF/94.10. Disponible en <http://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_per_rs055.doc> (accedido el 18/03/2014)
- PERU: RESOLUCIÓN CONASEV Nº 107-2002-EF/94.11. Disponible en <http://www.bvl.com.pe/emision/reglamentos/reglamento-de-hechos-de-importancia.doc> (accedido el 18/03/2014)
- PERU CONASEV RESOLUCIÓN GERENCIA GENERAL *Nº 096-2003-EF/94.11*. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/096%20Modificaci%C3%B3nl.doc> (accedido el 18/03/2014)
- PERU: RESOLUCIÓN GERENCIA GENERAL Nº 140-2005-EF/94.11. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/140%20mod%20096-2003.doc> (accedida el 18/03/2014)
- PERU. *Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Decreto Ley Nº 26126).* Disponible en <http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/CA6BB8F06048900D052573EF0054EA90/$file/Ley%20organica%20de%20la%20%20CONASEV.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- PERU *Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Supremo 093-2002-EF).* Actualizada al 18/02/2010. Disponible en <http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=DS_0093200200000&CTEXTO=> (accedido el 18/03/2014)

LEGISLACIÓN EXTRANJERA

- CEDE CO. V. TECHNICOLOR INC: CEDE & CO. and Cinerama, Inc., Petitioners Below-Appellants, v. TECHNICOLOR, INC., Respondent Below-Appellee Nº 357,2004. May 04,2005 <http://caselaw.findlaw.com/de-supreme-court/1245056.html> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

- JUSTIA.COM US LAW *17 C.R.F. § 230.405 Definitions of terms. Title 17 – Commodity and Securities Exchanges. [17 C.R.F. § 230.405 Definiciones de términos. Título 17 – Bolsas de Productos y Valores]* Disponible en <http://law.justia.com/cfr/title17/17-2.0.1.1.12.0.34.94.html> (accedido el 18/03/2014)
- U.S. *Sarbanes-Oxley Act 2002*. *[Ley Sarbanes-Oxley]* Disponible en <http://news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf> (accedido el 18/03/2014)
- U.S. STATE OF DELAWARE Online Delaware Code *Title 8 Corporations Chapter 1. General Corporation Law Section 144 (a). [Título 8 Empresas Capítulo 1: Ley General de Empresas Sección 144(a)]* Disponible en <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/index.shtml> (accedido el 18/03/2014)

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis

TESIS PUCP

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

A good decision is based on knowledge and not on numbers.

Plato

Tesis publicada con autorización del autor
No olvide citar esta tesis