

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
FACULTAD DE DERECHO



**LA RESPONSABILIDAD POR INFRACCIONES AL DEBER DE LEALTAD EN EL DERECHO
CORPORATIVO**

Tesis para Optar el Título de Abogado, que presenta el bachiller:

José Antonio Salgado Silva

ASESOR

Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

LIMA – PERÚ

2020

RESUMEN

En el presente trabajo el autor plantea la existencia de una insuficiente regulación de los remedios aplicables a infracciones al deber de lealtad en el derecho corporativo peruano. Desde una perspectiva del gobierno corporativo y de las instituciones sobre responsabilidad de administradores existentes en el derecho societario, el autor cuestiona el alcance de la reparación de daños como único mecanismo de compensación para este tipo de supuestos.

La tesis defendida por el autor plantea que, en los casos en los que la sociedad sufre un daño a partir del aprovechamiento indebido de la posición que ostenta un administrador, éste último no solo debe compensar a la sociedad por el importe de los daños sufridos, sino que además debe reintegrarle a la compañía los beneficios que aquel haya percibido con motivo de dicha infracción. Si bien desde una concepción civilista de la responsabilidad de administradores (como la que rige en Perú) no son usuales los mecanismos de responsabilidad civil a partir de los cuales se indemnice por encima del importe de los daños sufridos, el autor sostiene que, en el caso de las infracciones al deber de lealtad, existen supuestos en los que se pueden distinguir entre los daños sufridos por la compañía y los beneficios percibidos por el agente infractor. De tal manera, basándose en: **(i)** la figura del “reintegro de beneficios”; **(ii)** legislación societaria vigente en el Perú; y, **(iii)** experiencias del derecho comparado en las que se ha optado por regular de esta manera a las infracciones al deber de lealtad; el autor propone extender el remedio de los daños y perjuicios establecido en la Ley General de Sociedades, incluyendo también al reintegro de beneficios como alternativa para determinados supuestos de infracción al deber de lealtad.

ÍNDICE TEMÁTICO

INTRODUCCIÓN

I. <u>LAS RELACIÓN AGENTE-PRINCIPAL COMO BASE DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS DE LA ADMINISTRACIÓN</u>	1
1.1. ¿El ojo del amo realmente engorda al ganado? El fenómeno del gobierno corporativo	1
1.1.1. Introducción al concepto de “Gobierno Corporativo”	1
1.1.2. Una mirada al campo de juego. Los distintos modelos de gobierno corporativo	3
(i) Diferencias desde la composición del capital. Las sociedades de capital concentrado y las sociedades de capital disperso	3
(ii) Las distintas políticas de gobierno corporativo. <i>Shareholder oriented</i> y <i>stakeholder oriented</i>	7
1.2. Los problemas agente-principal	12
1.2.1. Naturaleza y estructura de las relaciones de agencia	12
1.2.2. Problemas agente-principal: distintas clases	15
1.2.3. Los costos de agencia	18
1.3. Estrategias legales para mitigar los costos de agencia	19
1.3.1. Estrategias regulatorias y estrategias de gobierno	20
(i) Estrategias regulatorias	20
(ii) Estrategias de gobierno	22
1.3.2. El mercado de control empresarial	25
1.3.3. La estrategia fiduciaria	27
(i) Planteamiento general	27
(ii) Estructura normativa	29
(iii) Los deberes fiduciarios de la administración	31
a) El deber de diligencia	31
b) El deber de lealtad	35
II. <u>EL CONFLICTO DE INTERESES COMO OBJETO DE PROTECCIÓN DEL DEBER DE LEALTAD. CONCEPTO Y REGULACIÓN EN EL DERECHO SOCIETARIO PERUANO</u>	39
2.1. El concepto básico de conflicto de intereses	39
2.1.1. El interés social como punto de partida	39
2.1.2. Peligro abstracto y peligro concreto: Los intereses contrapuestos y el conflicto de intereses	42
2.1.3. Determinando el ámbito del conflicto: “ <i>capacity test</i> ”, “ <i>capability test</i> ”, “ <i>scope of business rule</i> ”, “ <i>no-conflict rule</i> ” y “ <i>no profit rule</i> ”	44
(i) El “ <i>capacity test</i> ” y el “ <i>capability test</i> ”	45
(ii) El Caso Cheng Wai Tao y la “ <i>Scope of business rule</i> ”	46
(iii) Ordenando conceptos: la “ <i>no-conflict rule</i> ” y la “ <i>no-profit rule</i> ”	49
2.2. El reparto unilateral de beneficios (<i>self dealing</i>) como objeto de protección	52
2.2.1. Los cuatro supuestos básicos de los conflictos de intereses	52
(i) Transacciones unilaterales básicas (<i>basic self dealing</i>)	53
(ii) Compensaciones a ejecutivos (<i>executive compensation</i>)	53

(iii) Apropiación de activos sociales (<i>taking of corporate or shareholder property</i>)	54
(iv) Acciones empresariales con multiplicidad de propósitos (<i>corporate action with mixed motives</i>)	54
2.2.2. La expropiación de beneficios privados (<i>tunneling</i>) como objeto de protección de los conflictos de intereses	56
(i) Extracción de flujos (<i>cash flow tunneling</i>)	56
(ii) Extracción de activos (<i>asset tunneling</i>).....	56
(iii) Extracción de capital (<i>equity tunneling</i>)	58
2.2.3. Reglas procedimentales aplicables a la extracción unilateral de beneficios	58
(i) La <i>business judgement rule</i>	58
(ii) El <i>entire fairness test</i>	60
2.2.4. Dualidad de criterios en la determinación de los conflictos de intereses	64
2.3. Las infracciones al deber de lealtad en las normas societarias peruanas	64
2.3.1. Los conflictos de intereses en las normas sobre responsabilidad de los directores de la LGS	65
(i) Transacciones con directores de la sociedad	66
(ii) Conflictos de intereses en sentido estricto	68
(iii) Operaciones interesadas en la junta general de accionistas	73
2.3.2. Las transacciones con partes vinculadas en las normas del mercado de valores	74
2.3.3. El factor de atribución aplicable a la responsabilidad de administradores	78
(i) Responsabilidad subjetiva y culpa infraccional	78
(ii) ¿Y la responsabilidad objetiva?	84
2.3.4. La imputación de responsabilidad para los supuestos de conflicto de intereses en el derecho societario peruano	87
(i) Responsabilidad por daños	87
(ii) La extensión al beneficio obtenido	88
III. EL REINTEGRO DE BENEFICIOS COMO REGLA DE COMPENSACIÓN POR INFRACCIONES AL DEBER DE LEALTAD	92
3.1. La función de la indemnización por infracciones al deber de lealtad	92
3.1.1. Disuasión (<i>deterrence</i>)	92
3.1.2. Profilaxis o prevención (<i>prophylaxis</i>)	94
3.1.3. Visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses (<i>Interdisciplinary view of conflicts of interests</i>)	95
3.1.4. Atribución (<i>attribution</i>)	97
3.2. ¿Es suficiente la reparación del daño? Razonabilidad del reintegro de beneficios	101
3.2.1. La restitución en la extracción unilateral de beneficios	103
3.2.2. El “ <i>disgorgement</i> ” como figura aplicable a la restitución de beneficios	108
A. <i>Snepp v United States</i>	111
B. <i>Attorney General v Blake</i>	113
C. <i>Wrotham Park Estate Co LTD v Parkside Homes LTD</i>	114
D. <i>Surrey County Council v Bredero Homes LTD</i>	116
E. <i>Attorney-General for Hong Kong v Reid</i>	120
3.3. La restitución de beneficios en el derecho societario peruano	122
3.3.1. Aplicación de los presupuestos de la responsabilidad civil	122

3.3.2. La hora de la verdad: ¿indemnización o restitución?	127
3.3.3. Comentarios finales	130
CONCLUSIONES	
AUTORIDADES	



INTRODUCCIÓN

El presente trabajo desarrolla el deber fiduciario de lealtad al que están sujetos los administradores de las sociedades anónimas. Basado en los fundamentos del gobierno corporativo, se hace un recuento exhaustivo de la responsabilidad a la que están sujetos los administradores de las sociedades mercantiles por infracciones a este deber fiduciario.

El propósito de este trabajo es demostrar que la actual regulación de este deber, bajo la Ley General de Sociedades peruana (la "LGS"), es insuficiente. Haciendo un desarrollo conceptual, basado en doctrina, jurisprudencia y legislación, tanto nacional como comparada, este trabajo busca sustentar la tesis de que las normas de responsabilidad por infracciones al deber de lealtad deben sancionar a los administradores no solo con la reparación de los daños y perjuicios que afecten a la compañía, sino también con el reintegro de los beneficios que perciban a partir de sus infracciones a este deber.

Con miras a ello, el presente trabajo se ha dividido en tres capítulos. En el Capítulo I se desarrollan los fundamentos económicos sobre los que se asienta la regulación de los deberes fiduciarios. En primer lugar, se muestra cómo la dinámica del gobierno corporativo da lugar a los problemas de agente-principal, los cuales, a su vez, generan costos de agencia que dan lugar a ineficiencias en el gobierno de las compañías. En la primera parte del Capítulo I, se hace un recuento conceptual de esta problemática, y en la segunda, se describen los principales

mecanismos que han sido desarrollados por el derecho corporativo para mitigar el impacto de los costos de agencia en las sociedades mercantiles.

En la tercera parte del Capítulo I se hace referencia a la “estrategia fiduciaria” como el mecanismo por excelencia implementado por el derecho societario para hacer frente a los costos de agencia. Esta tercera sección del Capítulo I introduce los dos deberes fiduciarios básicos: El deber de diligencia y el deber de lealtad. En ambos casos, se describen sus principales características y, además, se les analiza conceptualmente desde la doctrina y la jurisprudencia del *Common Law*.

El Capítulo II introduce el concepto de conflicto de intereses, al cual hemos identificado como el objeto de protección del deber de lealtad. Este capítulo también está dividido en tres secciones. La primera sección inicia con un recuento sobre el interés social y sobre cómo a partir de este concepto es que surge la idea del conflicto de intereses.

En primer lugar, se identifican las dos fases de los conflictos de intereses. Por un lado, la fase “abstracta” o “potencial”, en la que, si bien existe una contraposición de intereses, aún no se materializa un perjuicio patrimonial a partir de la conducta del agente. Y, por otro lado, una fase “concreta” o “efectiva”, en la cual no solo existe una contraposición de intereses, sino que además ya se ha materializado un daño producto de la conducta ejercida.

Tras haberse introducido el concepto de “conflictos de intereses”, se desarrollan los mecanismos legales para su determinación. En primer lugar, se desarrolla lo que ha sido denominado por el autor como el “aspecto subjetivo” de los conflictos de intereses. Desde una perspectiva de la posición del agente, la determinación de los conflictos de intereses se centra en los deberes que han sido efectivamente asumidos frente a la sociedad. Bajo esta línea de análisis, la determinación de una situación de conflicto de intereses –y, por ende, la de una infracción a su deber de lealtad– requiere, por un lado, que el agente infractor haya asumido deberes fiduciarios concretos frente a la compañía y, además, que su infracción pueda ser considerada una efectiva transgresión a tales deberes fiduciarios, analizados desde una perspectiva amplia, que tome en cuenta incluso la posición de la sociedad frente al posible incumplimiento (*scope of business*).

La segunda sección del Capítulo II muestra la otra cara del deber de lealtad: el aspecto objetivo. Centrando el análisis en los conflictos de intereses en su fase concreta, esta sección desarrolla el concepto del reparto unilateral de beneficios (*self dealing* o *tunneling*), a través de los cuales se materializan estas infracciones al deber de lealtad. En esta sección se describen los principales

supuestos que dan lugar a extracciones de beneficios y las principales reglas que han establecido las cortes del *Common Law* para regularlos: la *business judgement rule* y el *entire fairness test*.

Tras el desarrollo conceptual de este fenómeno en las primeras dos secciones de este capítulo, la tercera sección se enfoca en las normas societarias peruanas que regulan los conflictos de intereses. Para efectos didácticos, esta sección se divide en dos subsecciones. La primera, se refiere a los supuestos materiales de conflictos de intereses (junto con sus respectivas normas procedimentales); y, la segunda, al régimen de responsabilidad que resulta aplicable a cada uno de los supuestos vistos en la primera.

En este último punto (normas de atribución de responsabilidad), se verifica la existencia de dos regímenes distintos de imputación de responsabilidad a administradores para casos de conflictos de intereses. Por un lado, las normas de la LGS que sancionan a los administradores que infringen su deber de lealtad con el resarcimiento de los daños y perjuicios. Y, por otro lado, otras normas societarias no solo sancionan a los administradores con la reparación de los daños causados, sino que además los obligan a devolver cualquier beneficio que hubieran obtenido a partir de la infracción a su deber de lealtad.

El Capítulo III busca sustentar la tesis inicial del trabajo, según la cual la LGS regula de manera insuficiente la responsabilidad de administradores por infracciones al deber de lealtad. A la luz del segundo mecanismo de imputación de responsabilidad visto al final del Capítulo II (daños, más retribución de beneficios), el Capítulo III busca darle el fundamento jurídico a la regla de la restitución de beneficios planteada. Para ello, se divide el análisis en tres secciones.

En la primera sección, se analizan las principales funciones que el derecho corporativo le atribuye a estos mecanismos de indemnización (disuasión, profilaxis, visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses y atribución). En esta sección, se pone especial énfasis en la teoría de la atribución, según la cual el reintegro de beneficios no tiene una finalidad compensatoria, sino una restitutoria, cuyo fundamento reposa en el principio general del derecho que prohíbe enriquecerse a costa de terceros.

En la segunda sección, se evalúa la necesidad de que exista un mecanismo indemnizatorio de esta naturaleza. Haciendo un análisis de los posibles escenarios en los que una compañía puede verse afectada por este tipo de conductas, se concluye que, de aplicarse una regla restitutoria, se pueden presentar supuestos (daños futuros) en los que la indemnización que perciba la compañía (vía restitución de las ganancias) supere el monto de los perjuicios sufridos.

Ante dicha comprobación, se analiza la figura anglosajona del *disgorgement*, utilizada en este tipo de ordenamientos como remedio para este tipo de conductas. A efectos de entender a cabalidad dicha institución, se hace un desarrollo conceptual de la figura con base en doctrina y en jurisprudencia del *Common Law*.

En la tercera sección del Capítulo III se evalúa la aplicabilidad de los mecanismos de indemnización restitutoria para las normas peruanas de responsabilidad de administradores. En primer lugar, se ponen de relieve las limitaciones que el sistema de responsabilidad civil establece para este tipo de medidas. Para el caso de daños futuros, el principio de integridad del daño supone que a la compañía se le deba resarcir, como máximo, por el monto de los beneficios que hubiera podido percibir, de haber estado en posibilidad de aprovechar la oportunidad que fue tomada por el agente infractor. En aplicación de este principio de responsabilidad civil, se descarta la aplicación de este tipo de remedios, en tanto los mismos permiten la indemnización por encima de la posibilidad frustrada, es decir, más allá del perjuicio causado a la compañía.

Sin perjuicio de ello, en la sección final de este trabajo se sustenta la aplicación de este mecanismo indemnizatorio para infracciones al deber de lealtad en el derecho corporativo peruano. Con base en la regla de la atribución descrita al inicio del Capítulo III, se concluye que la restitución de beneficios es un mecanismo válido de indemnización para este tipo supuestos. En primer lugar, porque su objeto es sancionar situaciones en las que se produce un enriquecimiento indebido, lo cual amerita su aplicación en lugar de los remedios compensatorios. En segundo lugar, porque el propio ordenamiento jurídico peruano contempla supuestos de infracción al deber de lealtad para los cuales se ha establecido este remedio. Y, en tercer lugar, porque, a efectos de que se logre un verdadero desincentivo de estas conductas, en la actualidad hay una tendencia (a nivel nacional como internacional) de que se les sancione con este tipo de remedios.

I. LA RELACIÓN AGENTE-PRINCIPAL COMO BASE DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS DE LA ADMINISTRACIÓN

1.1. ¿El ojo del amo realmente engorda al ganado? El fenómeno del gobierno corporativo

1.1.1. *Introducción al concepto de “Gobierno Corporativo”*

En la cultura popular hispana hay un conocido refrán que reza: *“El ojo del amo engorda al ganado”*. Su significado tiene una connotación claramente comercial. El ganado es el bien de propiedad del amo, y su “ojo” –entendido como el cuidado y la dedicación personal que el dueño le da– basta por sí solo para hacerlo engordar. Ciertamente hay una exageración en la afirmación que hace el refrán, pero el mensaje lleva implícito un principio básico de las economías de mercado: nadie cuida mejor de un bien que su propio dueño.

Trasladado al ámbito corporativo, el refrán al que nos hemos referido resulta igualmente aplicable. Al igual que el ganado, las compañías están conformadas por bienes de propiedad de sus socios, quienes deciden afectarlos a un propósito comercial específico. De esta manera, el “ojo de sus amos” debería servir también para “engordarlas”. Como veremos, esto no necesariamente es así.

Originalmente, la estructura de propiedad de las sociedades reflejaba el mensaje del refrán que venimos citando. Los negocios eran llevados a cabo por los dueños de las compañías, de forma tal que existía uniformidad de intereses entre los dueños del negocio (los socios) y las personas a cargo de la gestión (también, los socios). Tal como indica Rosenblum¹, esta fue la estructura de las sociedades por mucho tiempo, pero con el paso de los años y con el incremento exponencial del tamaño y la complejidad de las corporaciones se desencadenó el fenómeno conocido como la *“separación de la propiedad y la administración”*.

En su obra *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* de 1776, Adam Smith describe esta situación en los siguientes términos:

“Los directores de estas compañías, sin embargo, siendo los administradores del dinero de otras personas, y no del suyo propio, no puede esperarse que lo cuiden con el mismo grado de vigilancia que lo hacen los socios que participan de una sociedad de personas (...) Por este

¹ ROSENBLUM, Steven A. “Hedge Fund Activism, Short-Termism, and a New Paradigm of Corporate Governance”. En: *The Yale Law Journal*. Abril, 2017, P. 540.

motivo, la negligencia y el descuido, siempre prevalecerán, en mayor o menor medida, en la administración de los asuntos de este tipo de compañías”².

El razonamiento de Adam Smith grafica muy bien esta problemática, y además deja sentadas las bases de uno de los problemas más grandes que tiene el derecho corporativo: los problemas de agencia. Este punto será tratado con detenimiento en las siguientes secciones. Por ahora basta con decir que un problema de agente-principal se presenta cuando una persona (el principal) delega en un tercero (el agente) una función discrecional sobre su patrimonio. Tratándose de un encargo sobre el patrimonio ajeno, el agente no tiene suficientes incentivos para desempeñarlo de la manera más eficiente.

Por este motivo, muchas de las instituciones del derecho corporativo se ocupan de brindar los mecanismos necesarios para mitigar el impacto de los problemas de agencia al interior de las corporaciones. Al respecto, los profesores John Armour, Henry Hansmann y Reiner Kraakman³ han señalado que el derecho corporativo tiene dos funciones principales: (i) por un lado, brindar a los empresarios vehículos corporativos que cuenten con los cinco caracteres básicos de la sociedad (personalidad jurídica, responsabilidad limitada, libre transferibilidad de acciones, administración delegada a un órgano colegiado, y propiedad en manos del inversionista); y, (ii) por el otro, reducir los costos de la organización interna de la corporación bajo los tipos societarios existentes.

Estos costos de organización interna no son otra cosa que los costos asociados al gobierno de la organización, es decir, el gobierno corporativo en sí mismo. Al respecto, una de las definiciones de “gobierno corporativo” más difundidas en doctrina fue la que utilizó el Comité Cadbury⁴ en el año 1992. De acuerdo con esta definición, el gobierno corporativo es: *“el sistema a través del cual las compañías son dirigidas y controladas”⁵*. Como se puede apreciar, esta definición encierra también

² SMITH, Adam. “An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations”. Cita incluida en HOPT, Klaus. “Comparative Corporate Governance. The State of the Art and International Regulation”. En: European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 170/2011, Enero 2011, p. 3. Disponible online en: http://ssrn.com/abstract_id=1713750.

³ ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. “The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law?” Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper N° 643 7/2009. Disponible en: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/. P 2-3.

⁴ El Comité Cadbury o “Cadbury Committee” fue el Comité encabezado por Sir Adrian Cadbury, a cargo del cual estuvo la elaboración del Reporte Cadbury, titulado “Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo”. Este reporte se encargó de marcar las pautas para la composición de directorios y el establecimiento de sistemas contables que mitiguen los riesgos propios del gobierno de corporativo. Dicho reporte ha sido utilizado por diversas instituciones, incluida la OECD, para la elaboración de código de buenas prácticas de gobierno corporativo.

⁵ THE CADBURY COMMITTEE. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Publicado en diciembre de 1992. Londres; artículo 2.5. Traducción libre. “The system by which companies are directed and controlled”.

la característica resaltada por Armour, Hansmann y Kraakman. Si bien el Comité Cadbury no lo dice expresamente, la dirección y el control de una compañía son los mecanismos por excelencia de la organización interna de una sociedad.

En consecuencia, si entendemos al gobierno corporativo como la función del derecho de sociedades dedicada a la reducción de los costos de organización interna de la sociedad, es posible afirmar que una de las principales funciones del derecho de sociedades es, precisamente, el gobierno corporativo.

Ahora bien, hemos iniciado este capítulo con una breve descripción del concepto de gobierno corporativo. Para ello, en primer lugar, hemos identificado al gobierno corporativo como uno de los principales objetos del derecho corporativo. Sin embargo –y como bien sostiene Hopt⁶–, el gobierno corporativo es un fenómeno esencialmente económico. Ello hace que la elección de un modelo de gobierno corporativo necesariamente se haga en base a criterios económicos. Así, por ejemplo, el vehículo societario elegido por el empresario y (más aún) la regulación interna del vehículo elegido, son decisiones que se toman considerando principalmente los aspectos comerciales, legales y financieros de la futura empresa.

Por este motivo, a continuación pasaremos a describir los principales modelos de gobierno corporativo existentes, sobre la base de (i) los vehículos societarios mayormente utilizados; y, (ii) las corrientes que, en la mayoría de jurisdicciones, han definido la orientación de las políticas de gobierno corporativo.

1.1.2. Una mirada al campo de juego. Los distintos modelos de gobierno corporativo.

(i) Diferencias desde la composición del capital. Las sociedades de capital concentrado y las sociedades de capital disperso

Una primera manera de apreciar las diferencias en términos de gobierno corporativo es clasificando los tipos societarios existentes. Para efectos esquemáticos, tomaremos los dos tipos clásicos de corporación: la sociedad de capital disperso o de capital atomizado (*public corporation*) y la sociedad de capital concentrado (*close corporation*). Estas distintas clases de vehículo cuentan, naturalmente, con modelos de gobierno corporativo distintos el uno del otro.

⁶ HOPT, Klaus J. "Gobierno Corporativo: Un debate nacional e internacional". En: Revista IUS ET VERITAS N° 45. Lima: diciembre 2012. P. 97.

Según explica el profesor John Coffee⁷ de la Universidad de Columbia:

“(...) estos dos tipos societarios fueron los que polarizaron la estructura de propiedad sobre el capital a lo largo del Siglo XX, presentándose como rivales el uno del otro:

- (i) El sistema de propiedad dispersa, caracterizado por mercados de capitales asentados, con estándares de reporte de información rigurosos y un alto grado de transparencia, en los que el mercado de tomas de control constituye el mecanismo de fiscalización por excelencia; y,*

- (ii) El sistema de propiedad concentrada, caracterizado por accionistas que controlan las sociedades en bloques, con mercados de capitales incipientes, beneficios de control altos, y bajos estándares de transparencia. Acá la práctica de las tomas de control se encuentra bastante menos difundida (...).”*

Respecto a la causa del arraigo a cada uno de estos modelos, en cada jurisdicción, existen posturas encontradas en doctrina. Por ejemplo, los profesores La Porta, López-de-Silanes, Schleifer y Visny⁸ sostienen que estos distintos sistemas de gobierno corporativo se han asentado en determinadas jurisdicciones, a partir de los diferentes modelos legislativos existentes en cada lugar. Así, las jurisdicciones donde históricamente han predominado modelos legislativos que tienden a la protección de accionistas minoritarios (inversionistas), han correlacionado en mayor medida con la existencia de sistemas de propiedad dispersa; mientras que aquellas donde no se ha verificado este tipo de protección de minorías, han correlacionado con sistemas de capital concentrado.

Bajo la posición de los autores antes citados, las jurisdicciones en las que predominan las sociedades de capital concentrado suelen tener corporaciones de estructura piramidal o controladas por sus propios socios fundadores. Esto hace que se confundan las dos dimensiones del gobierno corporativo a las que nos referíamos en la sección precedente: propiedad y control. Los accionistas controladores son, al mismo tiempo, los administradores de las sociedades, lo que facilita la

⁷ COFFEE, John. “The rise of dispersed ownership: The role of Law and the state in the separation of ownership and control”. En: The Yale Law Journal, septiembre 2001, P. 3. Disponible en: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=233602.

⁸ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; y SCHLEIFER, Andrei. “Corporate ownership around the world”. En: The Journal of Finance, Vol. 54, N° 2, Abril 1999, Pp. 471-517.

expropiación de beneficios privados –en el siguiente capítulo nos referiremos en extenso a este fenómeno– en desmedro de los accionistas minoritarios⁹.

Por su parte, el profesor Lucian Bebchuk¹⁰ de la Universidad de Harvard sostiene que la persistencia del modelo de concentración empresarial, frente al modelo de dispersión, tiene una razón estrictamente económica. Según explica este autor, cuando los beneficios privados del control son altos, el temor de los fundadores a que dicho control sobre la sociedad les sea arrebatado hace que opten por mantener un modelo de capital concentrado.

En efecto, si bien la elección de una estructura de capital abierto suele darse por cuestiones de eficiencia, en ciertos casos esta condición no es suficiente. En primer lugar, la elección de un modelo de capital disperso no garantiza que la compañía mantenga esta estructura. Si los beneficios privados de controlar son altos, lo más probable es que, luego de que la compañía sea ofertada públicamente, se produzca una disputa por el control de la sociedad que termine poniendo en manos ajenas el control que originalmente tenían los fundadores. Por este motivo (el aprovechamiento individual de los beneficios de controlar una sociedad), en determinadas jurisdicciones se opta por mantener modelos de concentración de capital, favorables para la posición de socios controladores.

La pregunta que surge, a partir del razonamiento del profesor Bebchuk, es la siguiente: ¿Cómo cuantificar los beneficios privados para hacer con ello un análisis comparativo entre jurisdicciones que hayan optado (en términos generales) por una u otra estructura de gobierno corporativo? A este respecto, el autor –basando sus hallazgos en los estudios realizados por La Porta, López de Silanes y Schleifer¹¹– nos presenta dos alternativas: (i) primero, la regla normativista –revisada líneas arriba– sobre la protección legal de las minorías: correlación entre los mecanismos de protección para inversionistas y los modelos de capital disperso; y, (ii) segundo, aquellos casos en los que, a partir de una comprobación fáctica de las primas de control pagadas, se determina qué jurisdicciones optan por cada estructura de gobierno.¹²

⁹ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; y SCHLEIFER, Andrei. Ibid. P. 511.

¹⁰ BEBCHUK, Lucian. "A rent-protection theory of corporatw ownership and control" En: Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business. Discussion Paper Series. Paper 260. Disponible en: http://lsr.nellco.org/harvard_olin/260. P. 2.

¹¹ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; y SCHLEIFER, Andrei. Ibidem.

¹² BEBCHUK, Lucian. Ibid. P. 23.

Ahora bien, también hay factores específicos de algunas compañías o de algunas industrias que inciden directamente en la cuantía de los beneficios privados a ser extraídos por los controladores. Así, por ejemplo, la posibilidad de que la administración incurra en repartos unilaterales –concepto que será también desarrollado en extenso en el Capítulo II– sin mayores restricciones, es un factor que, de manera directa, incrementa los beneficios privados del control. Esta es una posibilidad remota en sociedades abiertas, donde las obligaciones de reporte y la transparencia de las operaciones es la regla. Algunas formas de medir este tipo de factores son la frecuencia de reclamos judiciales que las compañías tienen por operaciones con partes vinculadas y, una vez más, las primas que se pagan en las tomas de control¹³.

Otra diferencia importante entre los dos grandes modelos de gobierno corporativo que venimos desarrollando, tiene que ver con los intereses de los accionistas, en cada caso. Tal como explicaba el profesor Henry Manne a inicios de la segunda mitad del Siglo XX¹⁴, en las sociedades de capital concentrado no es usual encontrar accionistas pasivos (*passive investors*), ya que, a diferencia de lo que ocurre con las sociedades listadas (*public corporations*), la libre transferibilidad de sus participaciones se ve atenuada, por la falta de mercados de capitales que les brinden liquidez a sus inversiones.

Esta es una de las diferencias cruciales que existen entre ambos modelos, ya que, tratándose de empresarios, su interés primordial será siempre la rentabilidad futura de la inversión, lo cual suele ser garantizado (i) por la confianza en el rendimiento futuro de la compañía y (ii) por los mecanismos de protección que cada vehículo societario le pueda brindar al inversionista. Para lo primero, se hará un análisis comercial, financiero y legal del negocio. Mientras que, para lo segundo, lo que se evaluará es la estructura legal del vehículo elegido, lo cual da lugar a marcadas diferencias entre el modelo de capital disperso y el de capital concentrado.

Efectivamente, en las sociedades de capital disperso, el mercado de capitales sirve como un mecanismo de protección (como una suerte de escudo) para el accionista minoritario. En este tipo de corporaciones, las decisiones de negocio (por ejemplo, la compra de un activo importante para la operación) no pueden ser tomadas arbitrariamente, ya que estas tendrán siempre un reflejo en

¹³ BEBCHUK, Lucian. Ibid. P. 24.

¹⁴ MANNE, Henry G. "Our Two Corporation Systems: Law and Economics". En: Virginia Law Review, Vol. 53, N° 2, Marzo 1967, p. 278.

el valor de cotización de las acciones, pudiendo incluso gatillar una toma de control hostil como respuesta al mal manejo (si el valor de las acciones baja) de la administración a cargo.¹⁵

De modo distinto, en las sociedades de capital concentrado, este tipo de decisiones serán un simple reflejo de la voluntad de los accionistas controladores. No habrá un mercado que refleje si la decisión tomada fue buena o perjudicial para la sociedad, lo cual puede dar lugar a situaciones de abuso frente a accionistas minoritarios. Tal como indica Manne¹⁶, “*Si los accionistas minoritarios de estas corporaciones no logran prepararse con antelación [a este tipo de circunstancias], ni el mercado ni el propio ordenamiento jurídico, les brindarán adecuada protección*”.

Al respecto, los profesores Easterbrook y Fischel¹⁷ reconocen que, como respuesta a esta problemática, la práctica comercial ha hecho surgir mecanismos contractuales de defensa para las sociedades de capital concentrado. Por listar algunos ejemplos, estos pueden ser reglas de quórum y mayorías calificadas para la adopción de determinados acuerdos; acuerdos relacionados a la contratación de cierto tipo de funcionarios para la compañía; reglas de compensaciones para directivos; derechos de opción y derechos de preferencia en cabeza de accionistas; etc. De esta manera, los minoritarios de alguna forma logran equiparar las condiciones –de manera anticipada, como apuntaba Manne– con los socios controladores de las sociedades de capital concentrado.

(ii) Las distintas políticas de gobierno corporativo. *Shareholder oriented* y *stakeholder oriented*.

Una segunda manera de categorizar a los modelos de gobierno corporativo es a partir de las distintas corrientes de gobernanza corporativa que existen. En el apartado anterior hemos descrito las principales diferencias entre los dos modelos societarios por excelencia. Por un lado, las sociedades de capital concentrado; y, por el otro, las sociedades de capital disperso. En esta sección, ya no haremos referencia a las características de los vehículos mismos, sino más bien a las políticas de gobierno corporativo que guían estos distintos modelos, con especial énfasis en sus diferencias de enfoques y su vínculo con el propósito de la sociedad (*corporate purpose*), en cada caso.

Pues bien, existen dos tendencias marcadas en cuanto a política de gobierno corporativo. Por un lado, una corriente “pro-accionista” (*shareholder primacy*) y por el otro, una corriente a favor de los distintos *stakeholders* de la sociedad (*stakeholder primacy*). Bajo la primera corriente, el sesgo es

¹⁵ MANNE, Henry G. Ibid. P. 280.

¹⁶ MANNE, Henry G. Ibid. P. 281.

¹⁷ EASTERBROOK, Frank y FISCHEL, Daniel. “Close Corporations and Agency Costs”. En: Stanford Law Review, Vol. 38, N°2, enero 1986, P. 279.

colocado en la posición del accionista. La sociedad es vista como un objeto de propiedad de los socios, lo que conlleva a que sean sus intereses, por encima de cualquier otro actor involucrado, los que deban primar. Ello da lugar a que los órganos de administración de la sociedad deban actuar siempre guiados por los intereses de los accionistas de la sociedad.

De modo distinto, las concepciones pro *stakeholders* identifican a la sociedad como el destino final (algo así como un centro de imputación) de los intereses de todos los actores que giran a su alrededor. Bajo este modelo, la actuación de los órganos societarios estará guiada a partir de lo que se considere en el “mejor interés de la sociedad”, lo cual termina por agrupar no solo (y no siempre) el beneficio de los accionistas, sino también el interés de los demás actores involucrados en el quehacer social (trabajadores, proveedores, acreedores, etc.).

En relación a ambos modelos, Hopt¹⁸ ha señalado lo siguiente:

“Más específicamente, lo que caracterizará al sistema [de gobierno corporativo] será su orientación pro-accionista, o su orientación pro stakeholder. El clásico sistema orientado hacia los accionistas predomina en los Estados Unidos, y a su vez en la teoría económica. Sin embargo, muchos países europeos, como Alemania o el Reino Unido, tienen un modelo pro stakeholder. Estos últimos tienen variantes más radicales en las que se establece la intervención de trabajadores en el directorio (labor codetermination); y a su vez, variantes más moderadas en las que el mandato es que el directorio actúe en el interés de la compañía como un todo (...)”

Por su parte, la profesora Lynn Stout¹⁹ –quien, además, es una de las más duras críticas del modelo pro-accionista– ha señalado que el asentamiento del modelo pro accionista en los Estados Unidos se remonta a los años 70, cuando se sumaron al debate en torno al gobierno corporativo las ideas planteadas por la Escuela de Chicago y el análisis económico del derecho. Esta corriente –de corte marcadamente liberal– revolucionó la manera de entender el gobierno corporativo. En base a métricas, estudios estadísticos y modelos matemáticos sofisticados, el gobierno corporativo

¹⁸ HOPT, Klaus. “Comparative Corporate Governance. The State of the Art and International Regulation”. En: European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 170/2011, Enero 2011, p. 6. Disponible en: http://ssrn.com/abstract_id=1713750.

¹⁹ STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*. Berret-Koehler Publishers Inc. San Francisco: 2012, Pp. 18-21.

empezó a evaluarse en términos numéricos. El performance de las compañías pasó a medirse en base al valor de sus acciones.

La preponderancia del modelo pro-accionista en los mercados de capitales desarrollados, de la mano con el mercado de control corporativo al que nos referíamos líneas atrás, han dado lugar a la llamada “doctrina del valor de la acción” (*shareholder primacy* o *shareholder value thinking*). La ideología del valor de la acción parte, precisamente, de enfocar el propósito corporativo de la sociedad en el aumento del valor de la acción. Los inversionistas (institucionales, en la mayoría de casos) se beneficiarán, en la medida en que el valor de sus inversiones (acciones en otras compañías) aumente. Pero, sobre todo, en la medida en que este aumento en el valor de sus acciones ocurra de la manera más rápida posible –mientras más rápido suba el valor de las acciones que compraron, más rápido podrán pagar sus deudas de apalancamiento (reduciendo costos financieros) y más rápido podrán, a su vez, invertir en nuevas adquisiciones–.

En las sociedades con mercados de capitales desarrollados como el norteamericano –y en las que prima el modelo de capital disperso al que hacíamos referencia en el apartado anterior– la doctrina pro-accionista alcanzó una suerte de consenso hacia finales del Siglo XX. En el marco de dicha coyuntura, los profesores Henry Hansmann, de la Universidad de Yale, y Reiner Kraakman, de la Universidad de Harvard, publicaron en el año 2000 un influyente artículo que describía esta situación. En el artículo, titulado *The End of History for Corporate Law* (“El Fin de la Historia para el Derecho Corporativo”), los autores describen las razones por las cuales puede hablarse de una primacía del modelo pro-accionista en los mercados desarrollados, y cómo, por las características de los modelos basados en esta teoría, resulta conveniente que este sesgo (a favor de los intereses de los accionistas) se mantenga:

“Con el abandono de los modelos que otorgaban espacios privilegiados a los administradores, a los empleados o al Estado en los asuntos corporativos, nos hemos quedado hoy con un consenso normativo de que los administradores deben ser responsables, exclusivamente, frente a los accionistas. (...)”

El punto es sencillamente que, ahora, a consecuencia tanto de la lógica como de la experiencia, existe un consenso de que el mejor medio para este fin –la persecución del bienestar social generalizado– es enmarcando la responsabilidad de los administradores exclusivamente en el cumplimiento de los intereses de los accionistas. (...)”

*Por supuesto, aceptar la primacía del interés de los accionistas en el derecho corporativo no implica que los intereses de otros stakeholders involucrados deban o puedan quedar desprotegidos. Simplemente indica que los mecanismos legales más eficientes para proteger los intereses de los stakeholders distintos a los accionistas –sin contar a los acreedores– se encuentran fuera del derecho corporativo”.*²⁰

Como podemos ver, la razón que le dan Hansmann y Kraakman al establecimiento imperante del modelo pro-accionista en los sistemas de gobierno corporativo, no es una mera reivindicación de la figura del accionista como beneficiario último de la sociedad. Se trata más bien de una cuestión de eficiencia: existiendo campos específicos del derecho encargados de velar por los intereses de los trabajadores (el derecho del trabajo), de los consumidores (las normas de protección al consumidor) y del público en general (derecho ambiental, responsabilidad civil, etc.), resulta más eficiente que, en el campo específico del derecho corporativo, se tutelen de manera especial los intereses del accionista²¹.

Naturalmente, la postura de Hansmann y Kraakman ha sido objeto de duras críticas, sobre todo desde sectores minoritarios de la doctrina inclinados hacia los modelos pro *stakeholder*. Primero, sin embargo, vale la pena mencionar qué sistemas son estos y cuáles son sus principales características.

En primer lugar, está el modelo orientado a la administración (*manager-oriented model*). Este fue un modelo bastante difundido entre la década de 1930 y 1960, en los Estados Unidos. Bajo este sistema, la administración gozaba de facultades discrecionales excesivas. Se creía que los administradores podían servir como tecnócratas desinteresados, capaces de honrar deberes fiduciarios, y por ende capaces de guiar la gestión de la sociedad, de forma que sirvieran, no solo a los intereses de la sociedad, sino a los del público en general.²²

En segundo lugar, están los modelos orientados al trabajador (*labor oriented models*). Mediante estos modelos se buscaba asignar a los trabajadores de las grandes empresas un mecanismo de tutela adicional al derecho colectivo del trabajo. En adición al poder de negociación de los sindicatos,

²⁰ HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reiner. “The End of History for Corporate Law”. Yale Law School Working Paper No. 235; NYU Working Paper No. 013; Harvard Law School Discussion Paper No. 280; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-09; P. 18. Enero, 2000, Pp. 9-10. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=204528> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528>

²¹ HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reiner. “The End of History for Corporate Law”. Ibid. P. 10.

²² Idem. P. 4.

los modelos pro-trabajador le garantizaban a los trabajadores posiciones en el gobierno mismo de la sociedad, a través de espacios en los órganos de administración. Un ejemplo importante de este modelo fue el caso de las compañías de carbón en Alemania, entre 1952 y 1976, donde los trabajadores tenían derecho a elegir a la mitad de los miembros del consejo de supervisión (*upper tier*).²³

En tercer lugar, tenemos el modelo orientado al Estado (*State-oriented models*). Desde antes y por algún tiempo después de la Segunda Guerra Mundial, se tuvo la idea de que el Estado debía tener un rol activo en el gobierno de las empresas, a efectos de garantizar que estas sirvieran los intereses colectivos de la sociedad. Se creía que, con la injerencia de los tecnócratas del sector público al interior de las compañías, las deficiencias del mercado podrían ser mitigadas.²⁴

Con el paso del tiempo, estos modelos fueron desapareciendo. En parte, por las ineficiencias de gestión que generaban dentro de las compañías, pero principalmente por el decaimiento de los sistemas políticos que le daban cabida a este tipo de modelos. Ejemplos emblemáticos de estos cambios fueron las políticas implementadas por el Thatcherismo inglés en los años 70, el abandono de la propiedad estatal implementada por Mitterand en Francia durante los años 80, y en el plano local las privatizaciones que se implementaron durante el régimen de Fujimori a inicio de los años 90.

Finalmente, tenemos a los modelos orientados a *stakeholders* propiamente dichos (*stakeholder oriented models*). A partir del desuso en que cayeron los tres modelos antes descritos, este tipo de alternativas (de corte más abierto en relación al interés tutelable) se fueron volviendo más atractivas para los opositores al modelo pro-accionista. La idea central de este tipo de modelos (que también sirven para proteger los intereses de trabajadores, acreedores, consumidores y, en general, de cualquier tipo de *stakeholder*) es que cualquier parte involucrada en el quehacer de una compañía puede ser víctima de oportunismos y explotación, si se sigue el modelo pro-accionista. Por este motivo, el derecho corporativo debe hacer responsables a los administradores, no solo por ir en contra del estatuto o de los acuerdos de la junta general de accionistas, sino también por actuar contraviniendo los intereses de los demás actores involucrados en la gestión de la sociedad.²⁵

²³ Idem. P. 5.

²⁴ Idem. P. 7.

²⁵ Idem. P. 8.

A diferencia de los primeros tres modelos descritos, los modelos *pro stakeholders* se presentan de dos distintas maneras. Por un lado, pueden establecerse en forma de deberes fiduciarios. Acá lo que se hace es establecer (ya sea por vía estatutaria, o mediante regulación general) responsabilidad en los administradores para supuestos de incumplimiento de los intereses de todos o de algún *stakeholder* en particular, quedando estos últimos al nivel de los accionistas o por encima de ellos.

Y por el otro lado, este tipo de modelos también pueden presentarse mediante la representación directa de algún grupo de *stakeholders* en los órganos societarios.²⁶

Respecto a estas dos formas adoptadas por el modelo *pro stakeholder* (vía deberes fiduciarios o vía representación directa), Hansmann y Kraakman señalan que no se trata, propiamente, de un nuevo modelo o de una nueva aproximación hacia la sociedad. Por el contrario, estos autores sostienen que se trata simplemente de prolongaciones de los modelos orientados hacia los trabajadores y hacia los administradores, y que por ende adolecen de las mismas debilidades.²⁷

Pues bien, hasta este punto hemos visto que existen dos tendencias muy marcadas en lo que a modelos de gobernanza corporativa se refiere. Por un lado, modelos de corte *pro stakeholder*, en los que se trata lograr que la administración de la sociedad no solo tome en cuenta el interés de los accionistas, sino también el de otros actores involucrados (empleados, acreedores, administradores, proveedores, etc.). Y por otro lado, el modelo *pro accionista*, el cual plantea que el único interés que debe ser tomado en cuenta es el de los accionistas, toda vez que, para tutelar los intereses de terceros involucrados (*stakeholders* distintos a los accionistas), existen áreas específicas del derecho que se encargan de ello. Por este motivo, tratar de hacerlo a través del derecho corporativo carece de sentido, y además le resta eficiencia a la gestión de la sociedad.

1.2. Los problemas agente-principal

1.2.1. *Naturaleza y estructura de las relaciones de agencia*

Según hemos podido ver en la sección precedente, el derecho corporativo tiene dos funciones principales. Por un lado, brindar a los empresarios vehículos corporativos que cuenten con los cinco caracteres básicos de la sociedad (personalidad jurídica, responsabilidad limitada, libre transferibilidad de acciones, administración delegada a un órgano colegiado, y propiedad en manos

²⁶ Idem. P. 8.

²⁷ Idem. P. 9.

del inversionista); y por el otro, reducir los costos de la organización interna de la corporación bajo los tipos societarios existentes.

Asimismo, hemos podido advertir que esta segunda función del derecho corporativo (la reducción de los costos de organización interna de la sociedad) es la que ha dado lugar a que existan, por un lado, distintos modelos de gobierno corporativo –según la estructura de participación en el capital de cada sociedad (capital concentrado y capital disperso)–; y a su vez, distintas políticas de gobierno corporativo –de acuerdo a la orientación de los intereses que en cada caso se tengan (hacia los accionistas, hacia los trabajadores, hacia la administración, hacia los distintos *stakeholders*, etc.)–.

Pues bien, estas distintas formas de aproximarse a la regulación del derecho de sociedades, responde a una problemática común a toda forma de organización empresarial: los conocidos “problemas de agencia” o “problemas agente-principal”.

Los problemas agente-principal surgen cuando existen relaciones de naturaleza gestoria. Es decir, cuando una persona (el principal) delega funciones discrecionales a favor de un tercero (el agente), para que este último se encargue de gestionar alguna parte de su patrimonio. Por cuestiones de eficiencia económica (conocimientos especiales sobre una técnica determinada, condición física, impedimentos específicos en el principal, etc.), al principal le es menos costoso delegar la función en el agente, que ocuparse él mismo de la tarea. Naturalmente, tal delegación de facultades implica confiar en que el tercero desempeñará la labor de la manera más cercana posible a sus intereses.

Sin embargo, esta delegación de facultades discrecionales es precisamente la que da lugar a los problemas de agencia. Como indica Payet, *“La autoridad discrecional se delega con la finalidad de que el agente actúe en beneficio del principal, pero el hecho mismo de que exista discrecionalidad de parte del agente genera la posibilidad de que éste prefiera actuar en beneficio propio antes que en el de su mandante”*²⁸.

El problema entonces tiene que ver con la discrecionalidad con la que cuenta el agente. Esta característica genera un incentivo perverso en el mandatario. Si bien el cumplimiento cabal del encargo es lo que el principal espera al momento de contratar, sus intereses suelen no estar alineados con los del agente, lo que determina que este no tenga los incentivos suficientes para cumplir el encargo en la forma esperada por el principal.

²⁸ PAYET, José Antonio. “Transacciones entre partes relacionadas”. En: Revista *Ius et Veritas* N° 48. Lima: 2014, p. 156.

Ahora bien, las razones que puede tener el principal para optar por la delegación de un encargo son diversas. No obstante, lo usual es que el agente sea elegido por poseer determinados conocimientos sofisticados sobre la labor que va a desempeñar. Tal como mencionan Laffont y Martimort (citando a Arrow y a Marschak): *“Por definición el agente ha sido seleccionado por su conocimiento especializado, por lo que el principal no puede pretender estar completamente al tanto de sus actividades”*²⁹.

De esta manera, el empresario (principal) contrata a un gestor/administrador (agente), porque no cuenta con los conocimientos especiales que determinada labor requiere. Ello le genera un primer problema, ya que, al no contar con dichos conocimientos sofisticados, no se encuentra en capacidad de fiscalizar la labor desempeñada por el agente de la manera que quisiera.

Sin embargo, el verdadero problema del principal no está en la disparidad de conocimientos entre él y su agente. El verdadero problema está en la imposibilidad que tiene de conocer los verdaderos intereses del agente. Aquí se encuentra la clave de la relación de agencia, ya que, si el principal estuviera en posibilidad de conocer los intereses del agente, podría generar en él suficientes incentivos para que desempeñe la labor de acuerdo con los suyos propios. No obstante, como la relación de agencia constituye, por definición, un supuesto de información imperfecta –es imposible ponerse en todos los supuestos que enfrentará el agente en el desempeño de su función– al principal le es imposible alinear los intereses del agente a su favor.

Como bien explican Laffont y Martimort, el aspecto clave de los incentivos se encuentra en la asimetría informativa:

*“Si el agente tuviera intereses distintos [a los del principal], pero no poseyera información privada (no susceptible de ser conocida por el principal), el principal estaría en capacidad de proponer un contrato a partir del cual controlar todos los actos del agente e inducirlo a actuar de la forma en que él lo haría en un mundo donde no existiera la delegación. [...] Los problemas de incentivos desaparecerían”*³⁰.

²⁹ LAFFONT, Jean-Jacques y MARTIMORT, David. *The theory of incentives I: The principal-agent model*. Princeton; Oxford; Princeton University Press: 2002. Disponible en: <https://gnunet.org/sites/default/files/Laffont%20%26%20Martimort%20-%20The%20Theory%20of%20Incentives.pdf> P. 12.

³⁰ LAFFONT, Jean-Jacques y MARTIMORT, David. *Ibid.* Pp. 11-12.

Pues bien, lo anterior nos permite sacar algunas conclusiones sobre la naturaleza de la relación agente-principal:

- (i) La estructura de las relaciones de agencia impide que se generen suficientes incentivos en el agente para sacar el mayor provecho del encargo que le ha sido asignado. Estando a cargo de ganado ajeno, el engorde pasa a un segundo plano.
- (ii) Las asimetrías informativas generadas por la relación entre el principal y el agente generan en el primero dos cosas: (a) imposibilidad de fiscalizar agudamente la labor encargada (especialización de las funciones); y, (b) imposibilidad de conocer los intereses del agente (información imperfecta).
- (iii) La imposibilidad del principal de conocer la información privada del agente (intereses personales relacionados al encargo) limitan la capacidad del principal de implementar mecanismos contractuales que le garanticen el cumplimiento pleno del encargo.

1.2.2. Problemas agente-principal: distintas clases

De acuerdo a lo señalado en el apartado anterior, los problemas de agente-principal surgen en el marco de una relación de mandato. Al agente le es encargada una función que repercute directa o indirectamente en el patrimonio del mandante. Para hacer eficiente el encargo, el principal debe delegar en el agente facultades discrecionales sobre la función encargada. Esto limita su capacidad de control sobre el agente, lo cual tiende a generar incentivos en este último de anteponer sus propios intereses sobre los del principal.

Para Armour, Hansmann y Kraakman estos problemas se generan en cualquier estructura contractual que implique un encargo de estas características. En efecto, estos autores señalan que “(...) casi cualquier relación en la cual una parte (el agente) le prometa un comportamiento a otra parte (el principal), está potencialmente sujeta a un problema de agencia”³¹. Se trata, bajo esta concepción, de una condición propia de las relaciones de naturaleza gestoria.

³¹ ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. “Agency problems, legal strategies and enforcement”. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper N° 644 7/2009, P. 2. Disponible en: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

Es por ello que los problemas de agencia son consustanciales a la existencia de sociedades mercantiles. Como indicábamos al inicio de este Capítulo, uno de los elementos esenciales de la sociedad mercantil es la administración delegada en un órgano colegiado. Se trata de una característica esencial a toda corporación. En tal sentido, y sin perjuicio de que también se generen problemas de agencia en vehículos jurídicos distintos a las corporaciones, es evidente que dentro del derecho de sociedades los problemas de agente-principal tienen una relevancia especial.

Ahora bien, la característica “administración delegada en un órgano colegiado” no implica que los problemas de agencia dentro de la sociedad se limiten a las relaciones de agencia entre los accionistas (en calidad de principales) y los administradores (en calidad de agentes). En doctrina societaria se habla por lo menos de tres distintas clases de problemas agente-principal:

- (i) En primer lugar, los **problemas de agencia entre accionistas y administradores**. Bajo esta estructura, los accionistas son los principales y los administradores los agentes. Estos problemas consisten en asegurar que la administración actúe de acuerdo con los intereses de los accionistas.³² Las ineficiencias generadas por las razones detalladas en el apartado anterior, buscan ser mitigadas a través de medidas que les permitan a los accionistas cierto nivel de garantía de que sus administradores actuarán de acuerdo a sus intereses, y no a los suyos propios.

Según explica Hopt, esta clase de problemas agente-principal es propio de los modelos monistas de administración, predominantes en las sociedades de capital disperso, y en los que la administración de la sociedad es delegada a un órgano unitario (*one tier board*).³³

- (ii) En segundo lugar, están los **problemas entre accionistas mayoritarios (controladores) y accionistas minoritarios**. Bajo esta estructura, los accionistas controladores (en control de la administración) son los agentes, y los accionistas minoritarios (en un rol de inversionistas pasivos) asumen la calidad de agentes. El grado de conflictividad que se produce en estas relaciones es distinto al de la primera clase, ya que los resultados de las actuaciones del agente (accionista controlador) no repercutirán únicamente en el patrimonio del principal (grupo minoritario).

³² Idem.

³³ HOPT, Klaus J. “Gobierno Corporativo: Un debate nacional e internacional”. Op. Cit. P. 98.

Según explican, Armour, Hansmann y Kraakman,³⁴ estos problemas aparecen cuando un grupo controlador de accionistas cuenta con poderes de decisión capaces de afectar a la totalidad de accionistas dentro de la sociedad. Ello da lugar a una especie particular de problemas de agencia, ya que las facultades discrecionales que ostenta el agente no inciden únicamente sobre el patrimonio de terceros –como en el caso anterior–, sino que también sobre el suyo propio.

Podría pensarse que esto atenúa la relación (en principio) problemática dentro de esta relación. Sin embargo, lo único que cambia en estos supuestos son las herramientas que tiene el principal para limitar la actuación del agente, quien tendrá que valerse de herramientas distintas para limitar el accionar del principal. Ejemplo de esto último son los derechos de veto o las llamadas “super-mayorías” con que suelen contar los accionistas minoritarios, para evitar estar a completa merced del derecho de voto de los mayoritarios dentro de la sociedad.

Por otro lado, indica Hopt que esta clase de problemas de agencia es más frecuente en jurisdicciones de tradición continental, en las que predominan las empresas familiares y las sociedades de capital concentrado.³⁵

- (iii) Finalmente, tenemos a los **problemas agente-principal entre la sociedad misma y sus distintos stakeholders**, tales como acreedores, empleados y clientes. Bajo esta estructura, la sociedad es el agente, y los principales son todas estas personas que tienen, de alguna u otra forma, intereses directos en el actuar de la compañía. En opinión de Armour, Hansmann y Kraakman, acá el problema está en asegurar que la sociedad no se aproveche de estos stakeholders, ya sea incumpliendo con sus acreedores, explotando a sus trabajadores o desinformando a sus clientes.³⁶

No obstante, en línea con lo explicado en la primera sección de este capítulo, no nos detendremos en esta clase de relaciones de agencia, ya que sus efectos y posibles remedios no se encuentran dentro del ámbito del derecho corporativo, sino que corresponden a áreas específicas del derecho que exceden de los alcances de este trabajo.

³⁴ ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. Op. Cit. P.3.

³⁵ HOPT, Klaus J. “Gobierno Corporativo: Un debate nacional e internacional”. Op. Cit. P. 98.

³⁶ ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. Op. Cit. P.3.

1.2.3. Los costos de agencia

Hasta este punto hemos visto que la relación agente-principal resulta “problemática” para el principal, en la medida en que su estructura puede incentivar conductas en el agente que no estén alineadas con sus intereses. Asimismo, hemos visto que dentro de una corporación pueden presentarse tres clases distintas de relaciones de agencia. La primera entre los accionistas y la administración de la sociedad, la segunda entre los grupos mayoritarios y los grupos minoritarios de accionistas, y la tercera entre la sociedad misma y determinados *stakeholders* que tienen intereses directos en el quehacer social.

Pues bien, las acciones en desmedro del principal que son incentivadas por las relaciones de agencia serán un problema para este último en la medida en que afecten su patrimonio. Ya sea porque el agente incurra en prácticas discrecionales que disminuyan el valor de los retornos del principal, o porque el principal deba incurrir en algún tipo de gasto para evitar que estas se produzcan, los problemas de agencia traen consigo lo que en doctrina económica se conoce como “costos de agencia”.

Jensen y Meckling lo explican en los siguientes términos:

“Es imposible para el principal o el agente asegurarse sin costo que el agente tomará decisiones óptimas desde un punto de vista del principal. En la mayoría de las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirán en costos positivos de monitoreo y garantía y adicionalmente existirá algún grado de divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones que maximizarían la riqueza del principal”³⁷.

Para estos autores, los costos de agencia pueden ser clasificados en tres clases. En primer lugar, están los costos de monitoreo (*monitoring costs*). Los costos de monitoreo son los costos en que debe incurrir el principal para limitar las acciones claramente anormales y escandalosas por parte del agente. Estos costos (de monitoreo) no se quedan únicamente en la observación o la medición de los resultados obtenidos en la gestión del agente (por ejemplo, en la revisión de los estados de resultados de la sociedad para determinar el performance de la administración). Se trata, sobre

³⁷ JENSEN, Michael y MECKLING, William. A theory of the firm. Harvard University Press, 2000. P. 86. Citado por PAYET, José Antonio. “OPAs hostiles y medidas de protección”. En *Ius et Veritas* N° 23. Lima: 2001, P. 109.

todo, de un efectivo control a través de restricciones del presupuesto, políticas de compensación, reglas operativas, etc.³⁸

En segundo lugar, están los costos en que incurre el principal para fidelizar al agente y asegurarse de que no realice determinadas acciones. Estos son los llamados costos de garantía (*bonding costs*). Ejemplos de este tipo de costos son las auditorías financieras externas o el establecimiento de penalidades específicas para ciertas conductas por parte de los administradores.³⁹

Este tipo de limitaciones representan un costo, en tanto que, muchas veces, las medidas destinadas a limitar la capacidad del agente de beneficiarse ilegalmente de los beneficios de la compañía, limitan también la posibilidad de que la sociedad aproveche oportunidades rentables para el negocio.⁴⁰

Finalmente, están también los costos fijos –por llamarlos de alguna manera–. Estos costos fijos son aquellos que recaerán en el principal, sin perjuicio de los costos de monitoreo y/o de garantía en que se incurran. En la concepción de Jensen y Meckling, por más que el principal gaste en monitoreo y en mecanismos de garantía sobre la conducta del agente, habrá siempre un grado de divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones que maximizarían la riqueza del principal. De tal manera que, si a este nivel de divergencia residual se le asignara un equivalente monetario, tendríamos el costo fijo de la relación de agencia.⁴¹

1.3. Estrategias legales para mitigar los costos de agencia

El reconocimiento de los efectos negativos generados por las relaciones de agencia (los costos de agencia) ha hecho que los actores involucrados en ellas busquen mecanismos para mitigarlos. Estos mecanismos son esencialmente normas jurídicas. Ya sea mediante reglas internas de la sociedad o disposiciones generales, es a través del Derecho que los actores afectados por estos problemas hacen valer mecanismos legítimos para salvaguardar sus intereses.

A continuación, haremos un breve recuento de los principales mecanismos que el derecho corporativo pone a disposición de los actores dentro de la sociedad para mitigar los efectos negativos de los problemas de agencia.

³⁸ JENSEN, Michael y MECKLING, William. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". Disponible en: <http://papers.ssrn.com/abstract=94043> Pp. 5 y 7.

³⁹ JENSEN, Michael y MECKLING, William. Ibid. Pp. 5 y 29.

⁴⁰ JENSEN, Michael y MECKLING, William. Ibid. P. 29.

⁴¹ JENSEN, Michael y MECKLING, William. Ibid. P. 5.

1.3.1. Estrategias regulatorias y estrategias de gobierno

Existen diversas maneras de categorizar los mecanismos que pueden emplearse para mitigar costos de agencia dentro de una sociedad. Para efectos didácticos, expondremos a continuación la clasificación que utilizan los profesores Armour, Hansmann y Kraakman en su estudio “*Agency costs, legal strategies and enforcement*”⁴².

Según explican estos autores, las estrategias legales para atenuar los costos de agencia pueden dividirse en dos clases: (i) estrategias regulatorias y (ii) estrategias de gobierno. Las estrategias regulatorias implican la imposición de medidas sustantivas que restringen la capacidad de actuación de los agentes, mientras que las estrategias de gobierno lo que hacen es incentivar los poderes de control de los principales frente a los agentes.

Las estrategias regulatorias dependen de la habilidad de los principales para desplegar sus poderes de control de manera efectiva frente a los agentes. Su éxito depende en gran parte de la capacidad de coordinación que se tenga del lado controlador. Mientras más altos sean los costos de coordinación del lado del principal, menor probabilidad de éxito tendrán las estrategias de gobierno.

Por su parte, las estrategias regulatorias dependen de factores distintos. Tratándose de restricciones directas en el poder de actuación de los agentes, su implementación requiere de la intervención de autoridades que determinen si se cumplieron, o no, las condiciones para limitar la actuación del agente.

En el trabajo que venimos citando, los autores hacen un recuento de todos los posibles mecanismos legales que pueden ser empleados para enfrentar a los problemas de agencia, encuadrándolos dentro las dos clases de estrategias antes descritas. A continuación, nos referiremos brevemente a cada uno de ellos.

(i) Estrategias regulatorias:

a) Reglas y estándares (*rules and standards*): En el ámbito societario, estos son los tipos básicos de la regulación en defensa de los intereses del principal. Las reglas (o normas regla) son disposiciones taxativas que limitan, de manera anticipada, una determinada conducta por parte del agente. Un clásico ejemplo de normas regla son aquellas por las cuales se limita el

⁴² ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. Op. Cit. Pp.4-10.

derecho de voto de los directores para acuerdos en los que tengan conflicto de intereses. Se trata de normas que operan *ex ante*.

Por su parte, los estándares son normas abiertas, que establecen parámetros más generales y no limitan conductas de manera específica. Son enunciados programáticos que deberán ser llenadas de contenido en cada caso concreto. El clásico ejemplo de este tipo de normas lo tenemos en el artículo 171 de la LGS, el cual establece que “*Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal*”. Como se puede apreciar, se trata de un enunciado general, vacío, cuya eficacia solo podrá ser desplegada ante la actuación de un director de la sociedad en un determinado sentido. A diferencia de las reglas, los estándares operan de manera *ex post*.

- b) Términos de entrada y de salida (*terms of entry and exit*):** Una segunda clase de normas regulatorias son los términos de entrada y de salida a la sociedad. A diferencia de las reglas y los estándares –que sirven más para limitar las acciones del agente– los términos de entrada y de salida establecen los supuestos bajo los cuales una relación de agencia se puede generar (términos de entrada), o se debe extinguir (términos de salida).

Se trata de una estrategia más gravosa, en tanto su eficacia limita directamente la existencia de la relación agente-principal. Si una persona no cumple con los requisitos que establecen los términos de entrada para formar parte de la relación, pues la relación no se establece con esa persona. Y, a su vez, si se produce un evento previsto como término de salida, la relación agente-principal se extingue.

Un claro ejemplo de términos de entrada son los impedimentos para ser director de la sociedad. Si bien es usual que estos se encuentren contemplados en normas generales (i.e. artículo 161 de la LGS), también es posible que se incorporen por vía estatutaria.

Asimismo, los supuestos en los que se le da la potestad al principal para oponerse a la entrada de agentes nuevos a la corporación son también términos de entrada. Ejemplo ello puede ser el derecho de oposición en cabeza de los acreedores. Este sería un mecanismo para hacer

frente a las relaciones de agencia de la tercera clase (entre *stakeholders* de la sociedad y la sociedad misma) a la que nos referíamos en la sección anterior.

Otro derecho que puede ser catalogado como término de entrada es el derecho de adquisición preferente. A través de este derecho, un accionista tiene el poder de limitar el ingreso de un nuevo accionista a la sociedad, pudiendo sustituirse en su posición de comprador e incrementar con ello su participación en el capital social.

Por su parte, los términos de salida le conceden a la parte afectada de la relación de agencia la posibilidad de retirarse de la sociedad, evitando perjudicar su posición antes de que esta experimente un deterioro. El ejemplo más claro que nos brinda la normativa peruana es el derecho de separación (artículo 200 LGS). En virtud de este derecho, un accionista puede, ante determinados supuestos, liquidar su participación en la sociedad, obligando a que esta le pague el valor de sus acciones a la fecha en que decide ejercer su derecho de salida.

Otro derecho, usualmente pactado en convenios de accionistas, es el derecho de acompañamiento (*Tag along right*). Este derecho le brinda al accionista minoritario (en la mayoría de casos) la posibilidad de sumarse a una oferta de compra realizada por un tercero, para adquirir las acciones del accionista mayoritario que desea vender. Nuevamente, ante la incertidumbre de permanecer con un nuevo accionista controlador, el minoritario tiene la posibilidad de ejercer su derecho de salida.

(ii) Estrategias de gobierno:

- a) **Designación y remoción de directores (*selection and removal rights*):** El mecanismo por excelencia de detentación de poder dentro de una sociedad es la designación de directores. Mientras más directores pueda designar un accionista, mayor será su capacidad para conducir la gestión de la sociedad. Por este motivo, ocurre a menudo en sociedades de capital concentrado que los accionistas controladores utilicen sus facultades de designación como un mecanismo para lograr acuerdos en otros ámbitos con los accionistas minoritarios. Ello puede darse, por ejemplo, cuando un accionista de control cede a los accionistas minoritarios la

elección de algunos directores, a cambio del establecimiento de una regla de mayorías que lo favorezca.

- b) Derechos de decisión (*decision rights*):** Por otro lado, los derechos de decisión le confieren a los accionistas mecanismos para proponer y para vetar determinado tipo de acuerdos. Armour, Hansmann y Kraakman los dividen en dos clases. Por un lado, los poderes de iniciación (*initiation powers*), y por el otro los poderes de ratificación (*ratification powers*). Es importante notar lo que señalan estos autores, en el sentido de que estos derechos son menos preminentes en el derecho corporativo que, por ejemplo, los derechos de selección antes referidos. Como ya se ha indicado, una de las características fundamentales del derecho de sociedades es la delegación de la administración en un órgano colegiado, lo cual implica que la administración se encuentre reservada a supuestos específicos en los que las decisiones de la administración colisionen directamente con intereses de los accionistas.

En el derecho societario peruano un ejemplo de estos poderes de ratificación los podemos encontrar en las operaciones de reorganización societaria. A excepción de la reorganización simple (artículo 391 de la LGS), tanto la fusión, como la escisión y la transformación de una sociedad requieren la aprobación de la junta general de accionistas. Otros ejemplos los podemos ver en la modificación de estatutos, el aumento y la reducción del capital. Todos estos son acuerdos que requieren de la ratificación en junta general de accionistas.

Por su parte, los derechos de iniciación tienen una mecánica distinta. Acá los principales no tienen un derecho de veto sobre una iniciativa del agente, sino más bien tienen el derecho de proponer que algún tema de su interés sea puesto sobre la mesa. Este tipo de prerrogativas son aún menos comunes en el derecho societario. Sin embargo, podemos listar al menos un par de ejemplos en la legislación peruana. Uno de ellos es la facultad que tienen los accionistas de convocar a junta general de accionistas. Conforme al artículo 117 de la LGS, uno o más accionistas que reúnan más del veinte por ciento de acciones con derecho a voto pueden exigir la convocatoria a junta general de accionistas para que en ella se traten los temas que consideren. Otro ejemplo, aunque distinto al primero, lo tenemos en el artículo 231 de la LGS: el llamado dividendo obligatorio. De acuerdo con esta norma, la sociedad está obligada a

repartir dividendos, hasta por un monto igual a la mitad de cada ejercicio, siempre que así lo soliciten accionistas que representen el veinte por ciento de las acciones con derecho a voto.

- c) **Independencia y compensaciones (*trusteeship and reward*):** Finalmente, tenemos dos mecanismos de mitigación de costos de agencia que, a diferencia de los demás, buscan alterar los incentivos de los agentes para que estén alineados con los de los principales. En primer lugar, tenemos los mecanismos de recompensa o compensaciones. Esta primera estrategia funciona en dos niveles distintos. El primero es el nivel de los accionistas, y tiene que ver con la denominada *sharing rule* o regla de equidad. Esta regla es aplicable a las relaciones de agencia entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios, y funciona como un incentivo de actuación para los accionistas controladores, en la medida en que los resultados de su actuación (la utilidad) serán necesariamente compartidos con los accionistas minoritarios. Como sabemos, la utilidad distribuible de cada ejercicio se reparte a prorrata de la participación de cada accionista de la sociedad, por lo que el buen (o mal) resultado de la gestión del grupo controlador afectará –si bien en distinta medida– tanto a mayoritarios como a minoritarios.

El segundo nivel en el que operan estos mecanismos se centra propiamente en las relaciones entre accionistas y administración. Aquí, los mecanismos más difundidos consisten en incentivos monetarios directos, los cuales se encuentran sujetos al alcance de determinadas metas en la gestión de la sociedad. Los más usuales son los bonos de desempeño y los llamados *stock options*. Los primeros son desembolsos en dinero por el alcance de umbrales específicos de producción dentro de la compañía; y los segundos son opciones de compra sobre acciones o distintos títulos de participación en las utilidades de la sociedad, que se activan también una vez alcanzadas determinadas metas de producción.

Por último, tenemos las estrategias de independencia. El propósito de estas técnicas, vastamente difundidas y de especial relevancia en la regulación del mercado de valores, es minimizar la presencia de conflictos de intereses dentro de las relaciones de agencia. El mecanismo por excelencia es la opción (y en determinados mercados, la obligación) de contar con directores independientes dentro del directorio de la sociedad. Otro ejemplo es la difundida práctica de auditar los estados financieros que le son presentados a la junta general de accionistas.

1.3.2. El mercado de control empresarial

En el apartado anterior hemos visto algunas de las estrategias que nos brinda el sistema legal para mitigar las ineficiencias de los problemas agente-principal. Sin perjuicio de aquellas, existen también condiciones que son propiciadas por reglas del mercado, a partir de las cuales surgen (espontáneamente) incentivos para que los agentes a cargo de la administración actúen de manera acorde a los intereses de los accionistas. Esto es, generando la mayor rentabilidad posible y, con ello, incrementando el valor de las acciones (*shareholder value maximization*). Nos referimos en concreto al mercado del control empresarial.

Como indicábamos al referirnos a los costos de agencia, aun implementando todos los posibles mecanismos destinados a mitigar el impacto de las relaciones de agencia, siempre habrá un mínimo de divergencia entre los intereses del principal y los del agente. Si a esta divergencia le asignáramos un valor monetario –decíamos–, ello le representará un costo fijo (residual, si se quiere) al principal.

Pues bien, en el ámbito de las sociedades que listan sus acciones en bolsa, las ineficiencias generadas por los problemas de agencia han dado lugar a la creación de un mercado de control corporativo. Estos mercados operan en base a los precios de cotización bursátil de las acciones de las compañías listadas, y a la facilidad con que estos valores se tranzan a través de mecanismos centralizados de negociación.

El valor de estas compañías se mide a partir del precio de cotización bursátil de sus acciones. Dicho valor surge, principalmente, de la oferta y la demanda que haya por estos valores mobiliarios; factores ambos (la oferta y la demanda) que se determinan por la información (financiera y de su gestión) que estas sociedades están obligadas a revelar al mercado, y por las condiciones mismas de los mercados que los afectan.

De esta manera, habrá siempre inversionistas atentos al valor de cotización de las acciones de estas sociedades, y a la información que estas revelan. Esta clase de inversionistas, conocidos como inversionistas institucionales (*investment managers*), son los principales actores del mercado de control empresarial. Su giro de negocio consiste en adquirir acciones de compañías listadas, a un precio un poco mayor al de su valor de cotización bursátil (pagando una prima), en el entendido de que, bajo su administración, podrán maximizar la eficiencia de la corporación y, pasado un tiempo, revender las acciones a un precio mayor al que la adquirieron.

En palabras de Easterbrook y Fischel:

“Las ofertas públicas son un mecanismo para monitorear el trabajo de las administraciones. Los potenciales oferentes (bidders) monitorean el performance de la administración de una compañía, comparando el valor potencial que esta podría tener, con el que tiene actualmente (como reflejo de su valor de cotización). Cuando la diferencia entre el valor de cotización de las acciones y el precio que dichas acciones podrían tener bajo circunstancias distintas es muy grande, un tercero (“outsider”) puede sacar una utilidad de la compra de dicha compañía para su posterior venta”⁴³.

De esta manera, mientras menor sea el precio de cotización de las acciones, mayor será el interés de los inversionistas en adquirir dicha compañía, en tanto que su potencial ganancia de capital podrá, también, ser mayor.

Ahora bien, otra característica del mercado de control empresarial es la facilidad –por no decir hostilidad– con que estas adquisiciones son realizadas. Tal como indica Payet con relación a las ofertas públicas de adquisición (OPAs): *“Se trata de una operación de concentración societaria o de toma de control en la que no existe intermediación o participación determinante de los órganos de administración”⁴⁴*. Al respecto, el profesor Javier García de Enterría, señala que:

“(Así) como los mecanismos societarios de integración han de ser necesariamente activados y dirigidos por los administradores de la sociedad, en uso de sus facultades discrecionales de gestión y de administración, las tomas de control se caracterizan por su aptitud intrínseca para eludir cualquier intervención del órgano de administración y para remitir la decisión directa sobre la operación a los propios accionistas que son quienes determinan el resultado de ésta con su decisión de acogerse o no a la oferta de compra o permuta que les dirige el oferente”⁴⁵.

Lo anterior nos permite identificar dos características esenciales del mercado de control empresarial. La primera, es la existencia de mecanismos centralizados de negociación de valores, en los que se les brinda a los inversionistas la información necesaria para tomar decisiones de inversión

⁴³ EASTERBROOK, Frank y FISCHEL, Daniel. “The proper role of a target’s management in responding to a tender offer”. En Harvard Law Review N° 94, abril 1981, P. 1173. Disponible en: http://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles

⁴⁴ PAYET, José Antonio. “OPAs hostiles y medidas de protección”. En Ius et Veritas N° 23. Lima: 2001, P. 111.

⁴⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Civitas, 1996, P. 28. En: PAYET, José Antonio. “OPAs hostiles y medidas de protección”. En Ius et Veritas N° 23. Lima: 2001, P. 111-112.

atractivas. Y la segunda, es la facilidad que tienen los inversionistas para hacerse del control de las compañías, en tanto las decisiones de inversión no se encuentran sujetos a la aprobación de ningún órgano de administración.

La principal consecuencia de la dinámica antes descrita es la mitigación de los costos de agencia entre accionistas y administradores. Como hemos explicado, los problemas de agente-principal generan ineficiencias dentro de la corporación que para los accionistas son muy difíciles de percibir, y que además tienen un costo de fiscalización muy alto. Tratándose de sociedades de capital atomizado, los costos de organización entre accionistas son aún mayores.

De esta manera, la existencia del mercado de control empresarial genera un efecto disciplinario para las administraciones de las sociedades que listan sus valores en bolsa. En primer lugar, porque los resultados de su gestión se medirán en términos del valor de cotización de las acciones. Y, en segundo lugar, porque para estas compañías cabe siempre la posibilidad de que se produzca una toma de control por parte de otro inversionista, lo que supondría que se produzca un cambio de administración casi siempre no deseado.

En palabras de Manne:

“[El] mayor beneficio del mecanismo de las tomas de control probablemente compete a aquellos menos consciente de él. Más allá del mercado de capitales, no tenemos un estándar objetivo de eficiencia en la administración. Las cortes, guiadas por el llamado “business judgement rule” son incapaces de cuestionar las decisiones de la administración o de remover directores. Solo el mecanismo de las tomas de control asegura cierto nivel de competitividad por la eficiencia entre los administradores, y con ello se garantiza una protección adicional a los intereses de un vasto número de accionistas pequeños y minoritarios”.

1.3.3. La estrategia fiduciaria

(i) Planteamiento general

Hasta este punto hemos mostrado dos tipos de estrategias para controlar los costos de agencia. Por un lado, el establecimiento de normas regulatorias y normas de gobierno, a través de las cuales, respectivamente: (a) se establecen limitaciones directas al poder de los agentes, o (b) se les conceden derechos especiales a los principales para limitar indirectamente la actuación de los

agentes. Por otro lado, en el ámbito de los mercados de capitales, hemos visto cómo el mercado del control empresarial funciona como un mecanismo espontáneo de mitigación de costos de agencia.

Respecto de las primeras, hemos indicado que estas surgen, entre otras razones, ante la dificultad que tienen los principales para fiscalizar la actuación de los agentes. La discrecionalidad en el actuar de estos últimos le puede resultar muy costosa a los principales, razón por la cual se han encontrado mecanismos legales para limitar el poder del agente en determinadas circunstancias. No obstante, la efectividad de este tipo de normas suele ser cuestionada desde ciertos ámbitos.

Efectivamente, producto del dinamismo de los mercados, las funciones asumidas por la administración requieren, muchas veces, de la discrecionalidad de sus actores para aprovechar al máximo las oportunidades de negocio. Y es que, si lo deseable es que se tomen siempre las decisiones más eficientes para el negocio, la limitación de las facultades de los administradores podría, más bien, entorpecer la gestión de la compañía, al restarle agilidad y capacidad de reacción de cara a decisiones importantes.

En esa línea, el profesor Robert Sitkoff de la Universidad de Harvard, ha señalado que *“(el) problema de la limitación a los poderes (disempowerment) es que, en su intento por proteger al principal de malas prácticas por parte del agente, la ley inhabilitó al agente para llevar a cabo actos que son beneficiosos para el propio principal”*⁴⁶. La medicina termina siendo peor que la enfermedad.

En este contexto, surge un mecanismo alternativo de mitigación de costos de agencia. Surgen los denominados “deberes fiduciarios de la administración”. Bajo la estrategia de los deberes fiduciarios, el agente ya no es removido de sus facultades discrecionales. Las puede emplear libremente, pero queda sometido a un escrutinio posterior por parte del principal.⁴⁷

Vistos desde las categorías planteadas por Armour, Hansmann y Kraakman a las que nos hemos referido, los deberes fiduciarios son normas regulatorias de la primera subclase. Se trata de normas que buscan limitar la conducta del agente, pero no a través de reglas, sino mediante el establecimiento principios y normas generales.

⁴⁶ SITKOFF, Robert. “The economic structure of fiduciary law”. En: Boston University Law Review Vol. 91, P. 1042. Disponible en: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/bulr/documents/sitkoff.pdf>.

⁴⁷ SITKOFF, Robert. Ibid. Pp. 1042-1043.

(ii) Estructura normativa

Como se ha indicado, las relaciones de agencia traen consigo un problema de asimetría informativa que es consustancial a su estructura. Al principal le es imposible conocer a cabalidad los intereses del agente. Si los conociera, podría pactar un “contrato perfecto”, mediante el cual se regulen todos los supuestos que potencialmente pudieran generarle perjuicios, y con ello evitaría cualquier costo de agencia futuro. A este tipo de problemas se les conoce también como “problemas de contratos incompletos”. Siendo imposible prever todas las situaciones de potenciales conflicto o de divergencias de intereses entre las partes, no cabe regularlas de antemano.

Esta característica de las relaciones agente-principal ayuda a maximizar la eficiencia de los deberes fiduciarios. Como hemos indicado, los deberes fiduciarios tienen una estructura abierta. Esto es, se fijan mediante reglas genéricas, que no abarcan supuestos de hecho determinados, y que por ende tienen un ámbito de aplicación “optimizable” a cada caso concreto⁴⁸.

Siguiendo a Atienza y a Ruiz Manero⁴⁹, este tipo de normas se encuadran en la categoría de “principios”. Para estos autores, estas normas tienen por objeto perseguir un fin genérico, sin ceñirse a supuestos específicos. Según explican, la indeterminación característica de los principios se encuentra en la configuración abierta de sus condiciones de aplicación, pero no en la descripción de la conducta misma. En otras palabras, la estructura de los principios les permite abarcar múltiples supuestos de hecho, en la medida en que no se enfocan en casos específicos. Su objeto es establecer normas abiertas, cuyo ámbito de aplicación no se encierre en un supuesto determinado. De esta forma, logran servir de base para una multiplicidad de normas específicas que surgen a partir de ellos.

Los deberes fiduciarios, en su formulación clásica, presentan una estructura similar. Se trata de mandatos abiertos, que establecen una pauta genérica y que, con ello, permiten abarcar aquellas zonas grises creadas por las relaciones de agente-principal. Esta formulación de los deberes fiduciarios la encontramos en el artículo 171 de la LGS, referida a los directores de la sociedad anónima. Dicha norma establece lo siguiente:

⁴⁸ Ibid. P. 1044.

⁴⁹ ATIENZA, Manuel y RUIZ MANERO, Juan. “Sobre principios y reglas” En: Biblioteca Virtual Miguel de Cervantes. Alicante: 2001, P. 108-109. Disponible en: <http://www.cervantesvirtual.com/obra/sobre-principios-y-reglas-0/>.

“Artículo 171.- Ejercicio del cargo y reserva

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

En nuestra opinión, este enunciado contiene dos aspectos a resaltar:

- a) Su estructura de norma-principio.** Como se puede apreciar, la norma contiene un mandato abierto que establece dos obligaciones muy claras a cargo de los directores. Por un lado, desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante. Y por el otro, desempeñar el cargo con la diligencia de un representante leal.

En la línea de lo indicado por Atienza y Ruiz Manero, esta norma establece un deber genérico referido al tipo de conducta que corresponde al director de una sociedad. Sin embargo, la norma no sanciona una manera de actuar determinada ni establece un requisito para desempeñar el cargo de director. Se trata, como decíamos, de una norma programática, de un principio, que deberá ser optimizado según el caso concreto frente al cual nos encontremos.

- b) Su remisión a los estándares.** Como se puede ver, los supuestos de hecho abiertos que la norma contiene en cierto modo se llenan de contenido a través de estándares de cumplimiento. Por un lado, el “estándar del ordenado comerciante”. Y, por otro lado, el “estándar del representante leal”.

A través de estos estándares, la norma fija el alcance de los dos deberes fiduciarios que analizaremos en el siguiente apartado: el deber de diligencia (“la diligencia del ordenado comerciante”) y el deber de lealtad (“el actuar del representante leal”). El propósito de estos estándares es sumarse a la condición programática de la que veníamos hablando. Tal como indica Sitkoff:

“(los) deberes de lealtad y diligencia se configuran como estándares, pues ayudan a la Corte a decidir si, a la luz de los hechos y las circunstancias, el agente fiduciario actuó de acuerdo con lo que las partes hubieran pactado de haber podido anticipar tales hechos y tales circunstancias [los que dieron lugar al conflicto]. En efecto, el deber de lealtad y el deber de

diligencia empoderan a la Corte para completar el contrato [incompleto] entre las partes, como si los hechos y las circunstancias no se hubieran dado aún”.

En otras palabras, el empleo de estándares en la configuración normativa de los deberes fiduciarios también cumple la función de optimización a la que nos referíamos líneas atrás. En consecuencia, el problema de contratos incompletos generado por la relación de agencia no solo se mitiga a través la estructura abierta (principio) de estas normas. El recurso al estándar les da los operadores jurídicos una herramienta adicional para llenar de contenido las zonas grises que se presentan ante el conflicto entre el principal y el agente.

(iii) Los deberes fiduciarios de la administración

Habiendo revisado la estructura normativa de los deberes fiduciarios, a continuación, pasaremos describir las principales características de los dos deberes que componen la estrategia fiduciaria. Primero nos referiremos al deber de diligencia y luego al deber de lealtad.

a) El deber de diligencia:

El deber de diligencia de la administración impone en los administradores de la sociedad la obligación genérica de llevar el negocio de manera ordenada. De ahí el estándar que impone la norma antes citada: “ordenado empresario”. Ahora, la gran pregunta es cómo medir, cómo llenar de contenido la prestación o las prestaciones involucradas en este deber genérico. En términos generales, José María Garreta señala lo siguiente: “(...) *no es que [el administrador] deba actuar conservadoramente, sin asumir riesgo alguno, sino que no puede hacerlo con desprecio del cálculo de probabilidades y del razonable riesgo*”⁵⁰.

Lo expresado por Garreta va más hacia las decisiones de negocio que debe tomar el administrador, es decir, a las decisiones complejas que de por sí involucran un riesgo para la compañía. Por su puesto que el deber de diligencia es un límite claro para este tipo de actuaciones. Sin embargo, el deber de diligencia engloba absolutamente todas las funciones que tiene a cargo un administrador. La diligencia del ordenado empresario debe estar presente en todos los ámbitos que involucren una acción por parte de la sociedad.

⁵⁰ GARRETA SUCH, Jose María. *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de las sociedades*. Segunda Edición. Editorial Marcial Pons. Madrid: 1991, P. 77.

Como indica el autor antes citado:

*“(…) la diligencia requerida es una diligencia específica y profesional, la de un “ordenado empresario”, que combina los factores de producción adecuadamente, que no arriesga más de la cuenta, es decir sin adecuada planificación; es una diligencia que se adecúa al tiempo y lugar pues no puede ser lo mismo actuar ordenadamente en una actividad de servicio, como la banca, o de producción como la fabricación, ni en un período expansivo o de restricción; diligencia del empresario que cumple con sus obligaciones específicas, por ejemplo llevando los libros de contabilidad; obligaciones que debe cumplir frente al Fisco, por ejemplo presentando las declaraciones tributarias periódicas, o incluso en contra de lo expresado por los accionistas reunidos en junta, ignorando los acuerdos que sobre la gestión de la sociedad que no sean competencia de la junta; **si el acuerdo hace relación a la gestión de la sociedad, es de incumbencia del administrador, puesto que sobre él recaerá la responsabilidad de su adopción**, sin que la ratificación del mismo por parte de la Junta sirva para desplazar aquella responsabilidad(…)”⁵¹. (El énfasis es nuestro).*

Partiendo de la premisa de que el actuar de una compañía, en casi todos sus ámbitos, supone el despliegue de facultades que le han sido otorgadas a su administración, es muy difícil encontrar un ámbito de acción respecto del cual no se deban observar los parámetros del deber de diligencia. La acción “ordenadora” de la administración deberá estar siempre presente, en la medida en que la responsabilidad frente a la sociedad, frente a sus accionistas y, en determinados casos, frente a terceros, recaerá siempre sobre los administradores.

Ahora bien, esto no significa que el deber de diligencia sea un mandato irrestricto, que ponga sobre el administrador el riesgo mismo del negocio. De ninguna manera. Como señala Esteban Velasco⁵², el deber de diligencia debe ser entendido como un “criterio de determinación del contenido de la prestación”.

No obstante, para entender a cabalidad esta afirmación conviene detenernos antes a explicar la naturaleza de estas obligaciones a cargo del administrador, y la relación que existe entre éstas y el deber de diligencia al que nos venimos refiriendo. Si bien el propósito de este trabajo no es

⁵¹ GARRETA SUCH, Jose María. Ibid. P. 78.

⁵² VELASCO, Esteban. Citado por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; GARCÍA-PITA, Daniel; y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Antonio. “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídico-societaria”. En: GARRIGUES, J&A. *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de la sociedad de capital*. McGraw-Hill. Madrid: 1996, P. 16.

profundizar, ni mucho menos agotar, la interesante discusión a que podría dar lugar esta problemática, sería imposible pasar por alto este aspecto de la responsabilidad de los administradores, dada su trascendencia conceptual de cara a los temas que serán tocados más adelante.

Las teorías que existen en torno a la naturaleza jurídica de la responsabilidad de los administradores pueden ser resumidas en tres grandes grupos:

- (i) Las **teorías contractualistas**, según las cuales la relación entre los administradores y la sociedad emana de un contrato (de mandato, de locación de servicios, de prestaciones atípicas, etc.), y de las cuales se desprende que la responsabilidad que surge de la función de los administradores es de naturaleza contractual;
- (ii) La **teoría orgánica**, según la cual la administración constituye un órgano propio dotado de competencias autónomas, el cual ha establecido un nuevo marco de relaciones interorgánicas del que forma parte el régimen de responsabilidad de los administradores; y,
- (iii) Las **teorías eclécticas**, según las cuales la naturaleza contractual o extracontractual de la responsabilidad de los administradores variará en la medida en que se trate de una acción de responsabilidad frente a la sociedad, frente a los accionistas o frente a terceros con quienes la sociedad no tenga vínculo alguno. En los dos primeros casos se tratará de responsabilidad contractual, mientras que en el último caso de responsabilidad extracontractual.⁵³

Pues bien, nosotros, siguiendo a Gagliardo, nos inclinamos por la tercera de las alternativas, esto es, por aquella en que la determinación de la naturaleza (contractual o extracontractual) de la responsabilidad dependerá del tipo de relación frente a la cual nos encontremos. Adoptando dicho criterio, este autor reconoce que la responsabilidad del administrador frente a la sociedad será contractual, mientras que la responsabilidad frente a terceros será extracontractual; y, finalmente, que la responsabilidad de los administradores frente a los accionistas será contractual, en la medida en que la afectación patrimonial la hayan sufrido en su calidad de accionistas, y no habiéndose vinculado con la sociedad en calidad de privados.⁵⁴

⁵³ Este ha sido un muy modesto resumen del que quizás sea uno de los problemas teóricos con mayor tratamiento en doctrina societaria. Solo para iniciar con un análisis más profundo de esta problemática, recomendamos revisar a ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique. *La Responsabilidad de los Directores de las Sociedades Anónimas*. Ediciones UC. Santiago de Chile: 2013, Pp. 31-44.

⁵⁴ GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas*. Tomo II. Abeledo-Perrot. Buenos Aires: 1995, P. 891-892.

De esta manera, considerando que la mayoría de escenarios posibles de responsabilidad de administradores será de origen contractual, lo más probable es que dicha responsabilidad provenga del incumplimiento de obligaciones o de deberes específicos. Al respecto, Mosset Iturraspe⁵⁵ señala que la responsabilidad contractual será determinada en función a la naturaleza de la prestación debida, la cual puede ser de tres tipos: (i) la obtención de un resultado determinado (obligación de resultado); (ii) la puesta a disposición de los medios, prudencia o diligencia para llegar al resultado (obligación de medios); o, (iii) el aseguramiento del resultado, aún frente al caso fortuito (obligación de garantía).

En otras palabras, a efectos de determinar la responsabilidad de un administrador, habrá que identificar, primero, el alcance de las prestaciones a su cargo; es decir, frente a qué tipo de obligaciones se enfrenta en el desempeño de sus funciones. Ya sea que estemos frente a una obligación de medios, a una obligación de resultados, o a una relación de garantía, se aplicarán criterios distintos para determinar el cumplimiento de la prestación debida.

En nuestra opinión, las obligaciones a cargo de los administradores son obligaciones de medios. Siguiendo a Quijano González y a Gagliardo, consideramos que la razón para catalogar a estas obligaciones como obligaciones de medios radica en que:

“(...) por esta vía, se excluye la posibilidad de una responsabilidad objetiva apoyada en la falta de un resultado positivo, sea entendido éste como perjuicio o como falta de beneficio (...) la responsabilidad deriva del incumplimiento de la obligación, esto es, de la negligencia, de la no utilización de los medios adecuados, y no de la mera ausencia de resultados positivos, lo que configura un supuesto reconducible a la categoría de responsabilidad por culpa”⁵⁶.

Como podemos ver, las obligaciones a cargo del administrador no le imponen el deber de alcanzar resultados positivos ni de colmar todas las expectativas del negocio. Un mandato de esta clase no podría imponerse en un administrador, ya que desnaturalizaría por completo la figura del agente a la cual nos hemos referido.

⁵⁵ MOSSET ITURRASPE, Jorge. *Teoría General del Contrato*. Orbir, 1970, Pp. 299 y 423. En: GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas*. Tomo II. Abeledo-Perrot. Buenos Aires: 1995, P. 895.

⁵⁶ GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas*. Tomo II. Abeledo-Perrot. Buenos Aires: 1995, P. 898.

Para eso está, sin embargo, el deber de diligencia. El administrador incurrirá en responsabilidad, en la medida en que no cumpla con poner a disposición de la sociedad los medios, la prudencia o la diligencia razonables para el cumplimiento de las prestaciones a su cargo. En esto consiste su primer deber fiduciario. No siendo responsable del éxito mismo del negocio, sí lo es de brindar los medios para que la sociedad esté en condiciones de alcanzarlo.

Lo anterior nos permite sacar una primera conclusión respecto al deber de diligencia. Esta diligencia, puesta a disposición de medios y prudencia con que deben actuar los administradores no son en sí mismas prestaciones a cargo del administrador. Se trata, como decía Mosset Iturraspe, de criterios utilizados para determinar la naturaleza de las prestaciones debidas.

De ello se desprende que el deber de diligencia no es en sí mismo una prestación a cargo de los administradores de la sociedad. Las obligaciones a cargo de la administración son deberes concretos (i.e. planificación, estrategia de mercado, orden en la contabilidad de la sociedad, cumplimiento oportuno de obligaciones tributarias, etc.). De modo distinto, el deber de diligencia es el criterio que se debe utilizar para evaluar, en cada caso, si el administrador cumplió, o no, con las obligaciones a su cargo.

En otras palabras, dependiendo de la obligación frente a la cual nos encontremos, tendremos que verificar (i) cuál es la obligación a cargo del administrador; (ii) si, respecto de dicha obligación, el administrador desplegó todos los medios que le son exigibles para cumplirla. A partir de ello, se podrá determinar, recién, si el administrador cumplió (o no) con la prestación a su cargo.

b) El deber de lealtad:

Si bien al inicio de esta sección hemos identificado a ambos deberes fiduciarios como las dos grandes aristas de la estrategia fiduciaria, a continuación veremos que, tanto en su estructura, como en su forma de aplicación, se trata de mecanismos bastante diferentes.

Primero vayamos a lo estructural. En el apartado anterior hemos señalado que el deber de diligencia no entraña una obligación concreta a cargo de la administración. Se trata en realidad de un criterio o estándar que se utiliza para determinar el alcance y el grado de cumplimiento de otras prestaciones a cargo de los administradores de la sociedad.

De modo distinto, el deber de lealtad sí logra individualizarse en deberes específicos. Tal como indican Fernández de la Gándara, García-Pita y Fernández Rodríguez:

“(…) la lealtad o fidelidad es una pauta de actuación en la promoción de intereses ajenos y que, como tal cláusula general, constituye a su vez elemento generador de específicos comportamientos para el administrador, cuya no observancia supone la infracción de aquel particular deber de fidelidad. Los administradores, en su calidad de gestores de intereses ajenos, deben promover los fines de la sociedad y, en consecuencia, evitar cualquier actuación que obstaculice su cumplimiento. Entre las manifestaciones típicas del deber de fidelidad destacan la prohibición de competencia, la de realizar negocios en conflicto de intereses y la genérica prohibición de utilizar en beneficio propio su posición orgánica”⁵⁷. (El énfasis es nuestro).

Los autores antes citados identifican tres clases de obligaciones como las manifestaciones principales del deber de lealtad: (i) la prohibición de competencia entre el administrador y la sociedad, (ii) la prohibición de los negocios en conflicto de intereses, y (iii) la prohibición genérica de que el administrador utilice su posición de privilegio para actuar en beneficio propio. De acuerdo con esta clasificación, la tercera prohibición encierra a las dos primeras. Se trata de una categorización estándar. No obstante, consideramos que la misma puede ser complementada con un elemento adicional. Veamos esto con un clásico ejemplo del deber de lealtad utilizado en el *Common Law*.

Una de las definiciones clásicas del deber de lealtad fue la que planteó el Juez Cardozo, en la Sentencia emitida por la Corte de Apelaciones de Nueva York, en diciembre de 1928, en el caso *Meinhard v Salmon*.

Este caso trata de dos socios (Salmon y Meinhard) unidos en un *joint venture* para la reconstrucción del edificio donde se ubicaba el antiguo hotel Bristol, en Manhattan. El negocio consistía en la reconstrucción del local para ser utilizado como edificio de oficinas. Salmon fue quien celebró el contrato con Gerry, el propietario del inmueble. Pero en paralelo se asoció con Meinhard para compartir los gastos del alquiler y de la reconstrucción; y, además, para participar equitativamente en los retornos del negocio. Salmon, entonces, era el administrador del negocio inmobiliario y quien daba la cara frente a Gerry.

Al vencimiento del alquiler, Gerry, interesado en encontrar un nuevo arrendatario (no solo para el inmueble del hotel Bristol, sino también para otros inmuebles colindantes que debían ser

⁵⁷ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; GARCÍA-PITA, Daniel; y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Antonio. Ibid. P. 18.

acondicionados para el uso de oficinas) acudió a Salmon y le planteó una oferta de renovación del contrato original, extendiendo el objeto a los demás inmuebles colindantes. Salmón aceptó la oferta y excluyó a Meinhard, utilizando una compañía de su propiedad para el nuevo contrato de arrendamiento. Meinhard interpuso una demanda contra Salmon buscando la anulación del contrato.

La Corte de Apelaciones de Nueva York, mediante voto en mayoría del cual fue ponente el juez Cardozo, falló a favor del demandante (Meinhard). Según expresó Cardozo, Salmon infringió su deber de lealtad frente a Meinhard, al valerse de su posición privilegiada de administrador del *joint venture* para renegociar los términos del arrendamiento y excluir a su socio del nuevo contrato firmado con Gerry.

Ahora bien, lo interesante del fallo es que el juez Cardozo lo utilizó para sentar un precedente importante respecto al deber de lealtad y, específicamente, al estándar de conducta que corresponde a aquellas personas sujetas a este deber fiduciario. Según expresó Cardozo:

“Las partes de un joint venture, en su calidad de socios, se deben, recíprocamente y por lo que dure el negocio conjunto, el más puro deber de lealtad. Muchas conductas que se encuentran permitidas en el día a día para aquellos que actúan en capacidad de defender sus intereses personales, se encuentran prohibidas para aquellos otros unidos por lazos fiduciarios. El fiduciario se encuentra sujeto a condiciones más estrictas que las de la moral del mercado. No es simplemente la honestidad, sino que el estándar de conducta se eleva a la reverencia del honor más profundo. A este respecto se ha desarrollado una tradición infranqueable e inveterada. Una rigidez libre de compromisos ha sido la actitud de las cortes comerciales cuando se les ha petitionado quebrantar la regla de la lealtad a través de la “erosión desintegradora” de excepciones particulares. Es solo de esta manera que el nivel de conducta de los fiduciarios se ha mantenido en un nivel por encima de aquel exigible al común de la gente. Y este, no será reducido conscientemente por ningún pronunciamiento de esta Corte”. (El énfasis es nuestro)⁵⁸.

Si bien el pronunciamiento de Cardozo nos muestra al deber de lealtad en su fase más conservadora, lo cierto es que el precedente nos permite ver cuáles son los elementos esenciales, el núcleo duro,

⁵⁸ Corte de Apelaciones de Nueva York. 249 NY 458 *Meinhard V Salmon*, diciembre 1928. Disponible en: https://www.nycourts.gov/reporter/archives/meinhard_salmon.htm. P. 3.

de este deber. *Salmon v Meinhard* permite apreciar que el estándar de conducta especial que aplica a un “fiduciario” (es decir, a un agente en el marco de una relación de agencia) tiene su fundamento en la condición de disparidad que ostenta frente a su contraparte beneficiaria de la lealtad, es decir, frente al principal.

Como hemos explicado, la relación de agencia genera una posición asimétrica entre el principal y el agente que le impide al primero actuar, como se dice en derecho anglosajón, “*at arm length*” (en defensa de sus propios intereses). La conclusión a la que llegó Cardozo en su fallo fue que, justamente acá, es donde se encuentra el núcleo del deber de lealtad y su objeto de protección como deber fiduciario.

Es cierto que la lealtad corporativa proscribía la apropiación de beneficios obtenidos por la posición privilegiada de los administradores dentro de la sociedad. Pero la razón detrás de esta prohibición no es en sí el hecho de que el agente obtenga un beneficio de manera ilegítima. La razón se encuentra en el aprovechamiento de la posición de privilegio, en desmedro de la parte débil de la relación contractual. El agente que incurre en una situación de conflicto no solo perjudica pecuniariamente al principal, sino que además lo hace sin que este último tenga la posibilidad de actuar en defensa de sus intereses personales.

Si bien es injusto que una persona se haga fácilmente de dinero o de bienes, por su condición de director o administrador de una compañía, lo que resulta verdaderamente reprochable en las infracciones al deber de lealtad es que la persona afectada no cuenta con los medios para defender sus intereses adecuadamente. A diferencia de lo que ocurre en una relación sinalagmática, en la cual existe una situación de paridad en términos de intereses y expectativas, en una relación de agencia el principal se ve en la necesidad de confiar su patrimonio a un tercero, quien queda a cargo de dicho patrimonio, pero también en una posición privilegiada para tomar provecho de él.

Precisamente a esta situación es a la que se refiere el Juez Cardozo en su fallo en *Salmon v Meinhard*. Ante la incapacidad del principal para resguardar sus intereses por propia mano, el deber de lealtad debe establecer un estándar de conducta que esté por encima del que usualmente rige para las relaciones de los agentes del mercado, de modo que sirva como un mecanismo de tutela adecuado para los intereses de los principales en las relaciones de agencia. Volveremos sobre este punto más adelante.

II. EL CONFLICTO DE INTERESES COMO OBJETO DE PROTECCIÓN DEL DEBER DE LEALTAD.

CONCEPTO Y REGULACIÓN EN EL DERECHO SOCIETARIO PERUANO

En el Capítulo anterior, hemos visto cómo la dinámica del gobierno corporativo hace surgir deberes fiduciarios en la administración de las sociedades. A través de estos deberes, el ordenamiento jurídico trata de atenuar los efectos negativos de las relaciones agente-principal, estableciendo normas y obligaciones para disuadir conductas perjudiciales para la sociedad por parte de los administradores.

Asimismo, hemos hecho referencia a la estrategia fiduciaria como el mecanismo por excelencia implementado por el derecho societario para hacer frente a los costos de agencia. Primero nos referimos al deber de diligencia, y luego al deber de lealtad. Respecto del último, hemos señalado que este deber establece obligaciones concretas a cargo de los administradores de la sociedad, a partir de las cuales se busca evitar que estos, valiéndose de su posición privilegiada en la compañía, aprovechen para sí mismos beneficios, ignorando su compromiso de actuar en el mejor interés de la sociedad y, por ende, generándole un perjuicio patrimonial.

Efectivamente, el deber de lealtad busca prevenir este tipo de supuestos: aquellos en los cuales, los intereses personales del administrador se contraponen al compromiso que este asume en su condición de agente fiduciario de la sociedad.

Pues bien, en el presente Capítulo II desarrollaremos esta problemática. En primer lugar, haremos referencia al concepto básico de conflicto de intereses en base a doctrina y a jurisprudencia sobre la materia. En segundo lugar, nos detendremos en el impacto patrimonial que generan los quebrantamientos al deber de lealtad: los llamados supuestos de “extracción unilateral de beneficios privados”. Y finalmente, haremos un recuento de las normas societarias que se ocupan de los conflictos de intereses en el Perú.

2.1. El concepto básico de conflicto de intereses

2.1.1. El interés social como punto de partida

El conflicto de intereses es una situación que afecta directamente el gobierno de la sociedad. Se trata de una circunstancia en la que el administrador de una compañía tiene, al mismo tiempo, el deber fiduciario de actuar en el mejor interés de la sociedad a la que administra; y, por otro lado,

una determinada situación que le genera un interés paralelo, contrapuesto al interés al cual se comprometió con la sociedad.

Según indica el profesor Cándido Paz-Ares⁵⁹, “(...) *la determinación de si existe o no conflicto –de si existe convergencia o divergencia de intereses– depende analíticamente de una cuestión previa, cual es la determinación del interés social (...)*”. Sobre este concepto de “interés social” el autor formula dos consideraciones importantes.

En primer lugar, señala que se trata de un término “contestable”, es decir, de un término impreciso e indeterminado. Usualmente las personas están de acuerdo con que las decisiones y estrategias empresariales deben ser “acordes al interés social” de la compañía, pero a su vez todas dejan de estarlo cuando se busca definir dicho concepto para determinar la conformidad de un acto en particular. Se trata entonces de un “término contestable” en el sentido de que se va moldeando con el desarrollo de las actividades de la sociedad, ya que estas son las que a fin de cuentas le imprimen este sello distintivo a cada compañía.

En segundo lugar, y en base a lo anterior, Paz-Ares señala que, más allá de que el interés social suponga una directriz genérica (por ejemplo, maximización del valor de la inversión), lo que importa no es la fijación del contenido abstracto y genérico, sino el procedimiento para determinarlo. Tratándose de un concepto “contestable”, el interés social no puede ser definido sustantivamente, sino que debe serlo procesal o procedimentalmente. Esto significa que el interés social irá siendo definido a través de las decisiones legítimas de los órganos sociales dentro de la sociedad. En la medida la sociedad se exprese a través de los órganos competentes y dentro de las vías que corresponden para los actos que lleven a cabo, aquella estará actuando de manera acorde al interés social.⁶⁰

En ese sentido, no es posible hablar de un interés social estático, ya que, como hemos visto, este concepto se redefine cada vez que la sociedad actúa dentro (o fuera) de los cauces procedimentales válidamente establecidos para que lo haga. Por ejemplo, la sociedad habrá adoptado una decisión válida (y por ende acorde a su interés social) si es que esta fue acordada en junta general de accionistas, respetando las reglas de quórum y mayorías establecidas en su estatuto. De igual forma,

⁵⁹ PAZ-ARES, Cándido. “La anomalía en la retribución externa de los administradores”. En INDRET. Revista para el análisis del Derecho. Barcelona: Enero, 2014, P. 23. Disponible en: <http://www.indret.com/pdf/1037.pdf>.

⁶⁰ Ibid P. 24-25.

habrá actuado en el marco de su interés social si de pronto modifica su estatuto para extender el marco de actuación que antes tenía un órgano societario.

El autor, sin embargo, reconoce ciertos límites para esta regla. Según explica, la discreción de los órganos y, por ende, la validez de sus acuerdos en términos de interés social dependerá de que la mayoría juegue limpio y no aproveche el poder de configuración del interés social con fines desleales. En palabras del profesor Paz-Ares, ello ocurrirá cuando: “[el órgano correspondiente utilice] *su derecho de voto ignorando o menospreciando los derechos de sus consocios e incumpliendo así la promesa implícita en el contrato de sociedad de no desviar valor (i) de la esfera social a la esfera particular o (ii) de la esfera particular ajena a la esfera particular propia (...)*”. Ello ocurrirá, además, cuando la mayoría infrinja sus deberes fiduciarios frente a la minoría, falseado el procedimiento por la existencia de un conflicto de intereses.⁶¹

En otras palabras, la calidad de “acorde al interés social” de un acto de la sociedad dependerá de si la sociedad actuó, o no, dentro de los cauces establecidos en sus respectivas normas para adoptar dicho acuerdo o para ejecutar un acto determinado. No obstante, esta regla tendrá siempre como límite los deberes fiduciarios del agente a cargo del acto en cuestión.

Es por ello que, si, bajo una mirada estrictamente formalista, un órgano de la sociedad adopta un acuerdo válido o un agente actúa en ejercicio legítimo de suposición facultades, pero dicho acuerdo o tal acto tienen como propósito desviar valor de la sociedad o de algún accionista en particular, a favor de quien tuvo a cargo tal decisión o acto, ya no estaremos en el ámbito del interés social. En este supuesto ya no importará si la actuación es cuestionable, o no, desde el plano formal. El agente que se benefició de dicha decisión o de dicho acto habrá incurrido en un conflicto de intereses y, por ende, habrá actuado en contravención del interés social.

En consecuencia, para este tipo de supuestos no es que el conflicto de intereses surja de la actuación (contraria al interés social) del agente. Todo lo contrario: la contravención al interés social se produce partir de la actuación en conflicto de intereses del agente. De no haber existido un conflicto de intereses en su actuar, el acto hubiese sido válido, en la medida en que –como decía Paz-Ares– el agente actuó dentro de los cauces legítimos de su posición como administrador. No obstante, habiéndose tratado de un acto desleal desde un punto de vista material del acto en cuestión (desvío

⁶¹ Ibid P. 28.

de valor hacia la esfera privada del agente), se quiebra la regla formalista del interés social y se configura un acto contrario al interés social de la compañía, esto es, un conflicto de intereses.

2.1.2. Peligro abstracto y peligro concreto: Los intereses contrapuestos y el conflicto de intereses

De esta primera conceptualización del conflicto de intereses, salta a la vista el importante rol que juega la posición del agente en la configuración de estos supuestos. Tal como indicábamos al final del capítulo anterior –citando la famosa sentencia del juez Cardozo en *Salmon versus Meinhard*–, lo relevante para determinar infracciones al deber de lealtad no es, necesariamente, que producto de un acto o acuerdo el agente obtenga un beneficio. Lo trascendental para determinar un conflicto de intereses será si el acto, en sí mismo, es (o fue) capaz de quebrantar el compromiso asumido frente al principal, generando para este último una situación de desprotección merecedora de tutela desde el plano de los deberes fiduciarios.

Como indica Valsan:

“(...) el término “conflicto de intereses” se usa para describir situaciones en las que los intereses personales del fiduciario y los intereses del beneficiario apuntan en direcciones opuestas. No obstante, desde una aproximación más exacta, el conflicto de intereses [debe ser] entendido como la oposición entre el interés personal del fiduciario y el núcleo de su deber fiduciario a ejercer un juicio basado en consideraciones imparciales”⁶².

Ahora bien, es importante notar que los conflictos de intereses pueden aparecer en dos momentos distintos. Por un lado, de manera previa a la configuración del daño sufrido por el mandante; y, por otro lado, de manera posterior al acto de expropiación. En ambos casos, las herramientas que el derecho corporativo pone a disposición del principal (mandante), serán distintas.

En el primer caso nos encontramos ante situaciones de daño potencial. Se trata de supuestos en los que aún no se materializa el acto de expropiación a cargo del agente, pero este último se ve involucrado en tomas de decisiones en las que su capacidad de actuar de manera imparcial se ve seriamente comprometida. Ante el riesgo de que el agente actúe de manera sesgada (y considerando, además, la posición debilitada del principal producto de la relación de agencia), el derecho corporativo despliega herramientas de prevención *ex ante*, a través de las cuales se limita

⁶² VALSAN, Remus. “Fiduciary duties, conflict of interest, and proper exercise of judgement”. En: McGill Law Journal - Revue de Droit de McGill Vol. 62, 2016, P. 16.

la posibilidad de que se tome una decisión parcializada. Un ejemplo de estas medidas es la suspensión del derecho de voto o la ratificación posterior del acto por parte de un órgano imparcial.

En el segundo caso, estamos ante una manifestación concreta del conflicto de intereses. El agente ha actuado en contravención de su deber de lealtad y le ha generado al principal un perjuicio patrimonial atribuible a su condición de mandatario. Mediante el aprovechamiento de su posición, ha obtenido una ventaja patrimonial en desmedro del principal. A diferencia del primer caso, este tipo de supuestos gatillan una herramienta distinta (de control *ex post*) a favor del principal: la responsabilidad por infracciones al deber de lealtad.

Esta dualidad de facetas es descrita por Valsan, en los siguientes términos: *“La prevención del riesgo (risk of bias) y el deber del fiduciario a ejercer un juicio basado en consideraciones imparciales, son dos facetas del mismo problema: la protección del derecho del beneficiario a un juicio imparcial por parte del agente”*⁶³.

En tal sentido, la regulación societaria de prevención de conflictos de intereses opera en dos momentos diferentes. Por un lado, de manera previa, a través de reglas procedimentales que remueven la posibilidad de que el agente incurra en prácticas contrarias a su deber. Y por el otro lado, a través de herramientas de control posterior, cuyo propósito es resarcir al principal y, en algunos casos, sancionar al agente infractor.

Tomando prestada nomenclatura jurídico-penal, podría incluso decirse que los conflictos de intereses, en su primera fase, constituyen supuestos de peligro abstracto, y en su segunda fase, supuestos de peligro concreto. En el primer caso, debe haber un daño materializado a partir de una conducta desleal, mientras que en el segundo caso bastará que los intereses del administrador no se encuentren alineados con los de la sociedad. De esta manera, el conflicto de interés implicará siempre la materialización del acto desleal, mientras que la contraposición de intereses solo la existencia de una deslealtad potencial.

Tratando de graficar esta dicotomía, el profesor Cándido Paz-Ares pone el ejemplo de las retribuciones externas de los administradores. El hecho de que los administradores reciban retribuciones de personas ajenas a la sociedad, de por sí no genera un incumplimiento de sus deberes fiduciarios. Sin embargo, *“(el) hecho mismo de recibir una ventaja es idóneo –desde el punto*

⁶³ Ibid Pp. 25-26.

de vista de la coordinación de expectativas sociales- para debilitar la posición de autonomía y la libertad o independencia de juicio del consejero”⁶⁴.

Para el profesor Paz-Ares, es esta circunstancia de debilitamiento de la posición de autonomía la que genera la situación de “peligro abstracto” que da lugar al conflicto de intereses (en la primera manifestación a la que nos hemos referido). A partir de la aceptación del beneficio externo, se produce un condicionamiento psicológico en el agente al que se le conoce como la “regla de reciprocidad”. El receptor del beneficio se ve psicológicamente condicionado a favorecer los intereses del tercero de quien los recibió.

Como decíamos, en esta fase de prevención (peligro abstracto), el derecho societario pone a disposición del principal reglas procedimentales para eliminar el riesgo de que el agente incurra en conductas desleales. De modo distinto, en la segunda fase de los conflictos de intereses (peligro concreto), la labor se centra en la mitigación y el control de daños a través de las normas de responsabilidad. Volveremos sobre este punto en el Capítulo III.

2.1.3. Determinando el ámbito del conflicto: “capacity test”, “capability test”, “scope of business rule”, “no-conflict rule” y “no profit rule”

Hata este punto, hemos podido ver dos aspectos de los conflictos de intereses. Por un lado, la necesidad de que se trate de “conflictos de deber”. Es decir, de situaciones en las que los actos o la posición del agente comprometan su compromiso asumido frente al principal a desempeñar determinadas conductas en custodia de su patrimonio. Al tener el agente una posición de ventaja frente al principal respecto a dicho patrimonio, tales situaciones justamente comprometen el deber fiduciario asumido.

Por otro lado, hemos visto que los conflictos de intereses pueden ser apreciados en dos momentos distintos: (i) En su fase abstracta o potencial, cuando aún no se materializa el evento de apropiación por parte del agente; y, (ii) en su fase concreta o efectiva, cuando dicho acto de expropiación ya ocurrió y, por ende, el daño contra el principal ya fue causado.

Pues bien, siguiendo con este análisis, a continuación desarrollaremos ciertos criterios que se utilizan en doctrina y en jurisprudencia para determinar cuándo nos encontramos ante un conflicto de intereses.

⁶⁴ PAZ-ARES, Cándido. “La anomalía en la retribución externa de los administradores”. Op. Cit. P. 9.

(i) El “capacity test” y el “capability test”

El *capacity test* y el *capability test* son criterios que se utilizan para determinar situaciones de conflicto de intereses desde un punto de vista subjetivo. Dichos criterios toman en cuenta la posición del agente y de la sociedad para determinar la existencia de la infracción. Si aplicamos el criterio del *capacity test*, lo que se evaluará será si el beneficio percibido por el administrador (producto del acto de expropiación) fue obtenido en su condición de administrador de la compañía. Es decir, si el beneficio se obtuvo en razón de la posición privilegiada del agente.

De modo distinto, el *capability test* se enfoca en la capacidad de la sociedad para obtener el beneficio. Más allá de si el administrador se hizo del beneficio a partir de su condición de agente de la sociedad, lo que le interesa al *capability test* es si la sociedad estuvo en condiciones de aprovechar, para sí misma, la oportunidad que fue tomada por el administrador. De haber estado en posibilidad de hacerlo, entonces estaremos ante un conflicto de intereses; caso contrario, la conducta no será considerada un acto desleal.⁶⁵

De lo anterior se desprende que el *capability test* y el *capacity test* son criterios excluyentes entre sí. Tal como indica la profesora Perlie Koh: “(c)uando la evaluación del conflicto de intereses pone el énfasis en cómo le llegó la oportunidad al director⁶⁶ (i.e. *capacity test*), la posibilidad de que la compañía explote por sí misma dicha oportunidad (i.e. *capability test*) pasa a ser irrelevante”⁶⁷.

De otro lado, la profesora Koh explica que la aplicación de estos criterios no es pacífica en doctrina:

“(los) defensores del capacity test suelen resaltar su capacidad disuasiva, en la medida en que la sola vinculación del agente con el cargo de director los obliga a renunciar al beneficio obtenido. Por su parte, el capability test es más flexible, al depender de hechos concretos que demuestren la posibilidad real de la compañía de

⁶⁵ KOH, Pearlle. “A director’s duty of loyalty and the relevance of the company’s scope of business: Cheng Wai Tao V Poon Ka Man Jason” En: *Modern Law Review*. Vol. 80. 2017. P. 942.

⁶⁶ Si bien la autora pone estos ejemplos refiriéndose específicamente al caso de directores, ha de entenderse que la misma lógica aplica para todo tipo de agentes en el marco de relaciones fiduciarias.

⁶⁷ KOH, Pearlle. *Op.Cit.* P. 942.

haber explotado la oportunidad que fue tomada por el agente. Si el hecho no está presente, no podrá decirse que existió una verdadera situación de conflicto cuando el director tomó la oportunidad para sí mismo”⁶⁸.

Como se puede apreciar, se trata de reglas excluyentes entre sí. Según sea el caso, los aplicadores del derecho optarán por uno u otro criterio para asignar responsabilidad a los administradores.

(ii) El Caso Cheng Wai Tao y la “Scope of business rule”

En la línea del *capability test*, existe otro criterio que también se utiliza en jurisprudencia para determinar situaciones de conflicto de intereses: la *“scope of business rule”*. Este criterio ha sido utilizado recientemente por la Corte Final de Apelaciones de Hong Kong en el caso *Cheng Wai Tao v Poon Ka Man Jason* (en adelante, el *“Caso Cheng Wai Tao”*)⁶⁹. Los hechos del caso son los siguientes.

En el año 2004, el grupo Itamae Sushi decide abrir su primer restaurante de sushi. En el marco de dicha iniciativa Ricky y sus socios celebran un convenio de accionistas en el que se comprometen a constituir una compañía denominada Smart Wave, mediante la cual operarían este nuevo restaurante de sushi. Smart Wave, sin embargo, no fue constituida únicamente con acciones de Ricky y sus socios (Jason y Daisy). El 28% de las acciones de Smart Wave fueron suscritas por cinco socios distintos a los accionistas originales del Grupo Itamae Sushi.

El restaurante de sushi de Smart Wave fue un éxito rotundo. Por ello, Ricky decidió abrir más restaurantes de la misma cadena de sushi, pero esta vez sin incluir a sus socios del primer restaurante. Ricky sería el único accionista.

⁶⁸ Ibid. Pp. 942-943.

⁶⁹ Hong Kong Court of Final Appeal (HKCFA). 2016. *Cheng Wai Tao v Poon Ka Man Jason*. Disponible en: <https://www.hongkongcaselaw.com/cheng-wai-tao-and-others-v-poon-ka-man-jason-suing-on-behalf-of-himself-and-all-other-shareholders-in-smart-wave-limited-except-the-1st-appellant-and-another/>

Como era de esperarse, dicha iniciativa no fue bien recibida por sus socios. Jason y Daisy, enterados del nuevo emprendimiento de Ricky, interpusieron una acción social de responsabilidad en su contra.

En primera instancia, la Corte falló a favor de Ricky. El juez determinó que el propósito de Smart Wave no había sido establecer una cadena de restaurantes de sushi. En base al acuerdo de accionistas celebrado en el año 2004, se entendió que Smart Wave era un “vehículo de propósito especial”, cuyo único fin había sido la operación del primer restaurante de sushi. Bajo dicho razonamiento, los deberes fiduciarios de Ricky no alcanzaban a restaurantes adicionales al primero. Es decir, la apertura de los demás restaurantes no suponía un conflicto de intereses frente a sus socios, ni tampoco un incumplimiento a sus deberes como director.⁷⁰

La Corte de Apelaciones revocó la decisión de primera instancia, fundando su fallo en que los demandados no habían podido acreditar que todos los accionistas de Smart Wave hubieran estado de acuerdo con que se limite el ámbito del negocio a la operación del primer restaurante de sushi. Efectivamente, el acuerdo de accionistas celebrado entre Ricky, Jason y Daisy en el año 2004 no incluyó a los otros cinco accionistas con los que el grupo Itamae Sushi constituyó Smart Wave. Al no poder acreditar que los cinco accionistas minoritarios hubiesen consentido que Smart Wave fuese un vehículo de propósito exclusivo (el primer restaurante), la Corte de Apelaciones falló a favor de los demandantes, decisión que fue confirmada por la Corte Final de Apelaciones.

Ahora, si bien la Corte de Apelaciones –y en la misma línea la Corte Final de Apelaciones– revoca la decisión tomada en primera instancia, el razonamiento utilizado no difirió sustancialmente del que se hizo en primera instancia. En ambos casos se analizó si el acuerdo de accionistas del año 2004 limitaba, o no, la legitimidad de la acción social de responsabilidad planteada por los socios de Ricky.

La decisión varió fundamentalmente en dos puntos. En primer lugar, para la Corte Final de Apelaciones no era posible separar los dos acuerdos que existían entre los socios del Grupo Itamae. Por un lado, el acuerdo de que Smart Wave fuese el primer restaurante de sushi que

⁷⁰ KOH, Pearlie. Op. Cit. P. 943.

se abriría, y sobre el cual tendrían participación Jason y Daisy. Y, por otro lado, el pacto que tenían los socios del Grupo Itamae sobre la estructura de negocio que habían tenido todos sus restaurantes: Ricky, Jason y Daisy como accionistas; y Ricky como director gestor.⁷¹

En segundo lugar, la Corte analizó si de los hechos del caso podía inferirse la aceptación de los accionistas minoritarios de Smart Wave a la limitación del ámbito del negocio planteada por la parte demandada. El juez Spigelman –ponente del voto en mayoría del fallo emitido por la Corte Final de Apelaciones de Hong Kong– sostuvo que los demandados no habían logrado acreditar dicha aceptación. Spigelman manifestó que el hecho de que los accionistas minoritarios fuesen cercanos a Ricky, y que ninguno hubiera formulado un reclamo similar al de Jason y Daisy, no evidenciaba su aceptación al supuesto acuerdo de limitación del ámbito del negocio. Por el contrario, el hecho de que Ricky ni siquiera los hubiese llamado a declarar, le sugirió a la Corte que no tenían nada qué aportar a su defensa.⁷²

Ahora bien, el argumento de la parte demandante en el Caso Cheng Wai Tao no tuvo que ver con el acuerdo del año 2004 ni con el *scope of business rule*. Fue más bien todo lo contrario. La parte demandante utilizó el criterio empleado por la Corte de Apelaciones inglesa en el caso *Re Allied Business and Financial Consultants Ltd; O'Donnell v Shanahan*. En este caso, la Corte consideró irrelevante si la posibilidad de explotar la oportunidad de negocio se encontraba (o no) dentro del ámbito del negocio de la compañía. Lo que la Corte valoró en este caso fue si los directores de la compañía se beneficiaron de la oportunidad de explotar unilateralmente el negocio “*mientras desempeñaban funciones de directores de la compañía. Y si dicha oportunidad de negocio les había llegado, también, en el desempeño de dicha función*”.⁷³

Como podemos ver, hay un claro contraste entre el criterio empleado en el caso *O'Donnell v Shanahan*, respecto del que se utiliza en el caso Cheng Wai Tao. En el primero, la Corte inglesa solo considera la calidad de director del agente al momento de aprovechar el beneficio, y el hecho de que la oportunidad de negocio haya sido obtenida durante el ejercicio de dicho cargo. De modo distinto, el criterio utilizado por la Corte hongkonesa toma en cuenta, sobre todo, la

⁷¹ HKCFA 2016. *Cheng Wai Tao v Poon Ka Man Jason*. 110-115.

⁷² HKCFA 2016. *Cheng Wai Tao v Poon Ka Man Jason*. 123-125.

⁷³ KOH, Pearlie. Op. Cit. P. 944-945.

situación de la compañía de cara al negocio que se estaba desarrollando. Para la Corte Final de Apelaciones, el conflicto de intereses fue determinado en base a: (i) la inexistencia de un acuerdo de accionistas a partir del cual se limitara el ámbito del negocio de sushi al restaurante operado por Smart Wave, y (ii) la falta de aceptación a un acuerdo de dichas características por la totalidad de socios de Smart Wave.

Si analizamos estas diferencias desde la perspectiva de los criterios que vimos en el apartado anterior, veremos que el criterio del *scope of business*, utilizado en el Caso Cheng Wai Tao, se aproxima al *capability test*, mientras que el criterio empleado en el caso *O'donnell* se asemeja más al *capacity test*. En la línea de tal distinción, a continuación analizaremos la relación que existe entre estos criterios, y cómo es que todos se engloban en las dos grandes reglas que se utilizan para identificar conflictos de intereses: la *no-conflict rule* y la *no-profit rule*.

(iii) Ordenando conceptos: la “no conflict rule” y la “no-profit rule”

La *no-conflict rule* y la *no-profit rule* son las reglas marco a las que generalmente se ajustan las decisiones sobre conflictos de intereses en el derecho anglosajón. Suele pasar que la línea divisoria entre la *no-conflict rule* y la *no-profit rule* sea ignorada por las cortes, en el entendido de que la *no-conflict rule* abarca a ambas categorías. No obstante, es frecuente también que los linderos de ambos criterios sean claramente delimitados por los tribunales del *Common Law*.⁷⁴

Una primera aproximación a esta distinción la tenemos en el caso *Chan v Zacharia*. En su resolución, el Juez Dean señaló que “*el propósito de la no-conflict rule es impedir que los fiduciarios sean influenciados por consideraciones de interés personal, mientras que el objetivo de la no-profit rule es evitar que los fiduciarios ejerzan un uso indebido de su posición para sus intereses personales*”⁷⁵.

Por otro lado, el criterio de la *no-conflict rule* aplica exclusivamente a los supuestos de conflicto entre el interés personal del fiduciario y su deber de lealtad frente a la compañía. Como

⁷⁴ Ibid. P. 945.

⁷⁵ *Chan v Zacharia*. 1984. Commonwealth Law Reports (CLR). 178, 198. En: Koh, Pearlie. Ibid. Op. Cit. P. 945.

indicábamos, se trata de un conflicto de deber. Por este motivo, los conflictos que el agente pudiera tener frente a los intereses de la compañía no forman parte del análisis de la *no-conflict rule*.

En la aplicación de la *no-conflict rule* se toma en cuenta la posición del agente infractor a partir de su deber frente a la sociedad. Una vez determinada la existencia de una relación fiduciaria, se analiza la clase de deber asumido por el agente, y es a partir de este deber que se evalúa el alcance de las obligaciones asumidas frente a la sociedad.

Esta manera de aplicar la *no-conflict rule* es explicada por Lord Upjohn en la resolución del caso *Boardman v Philips*:

“Una vez determinada la existencia de una relación fiduciaria, la relación debe ser examinada para ver qué deberes han sido impuestos en el agente y cuál es el alcance y el ámbito de tales deberes (...) Luego de haberlos definido, se debe examinar si, en el marco de dicho ámbito y alcance, se puede considerar que hubo conflicto entre el deber y los intereses del fiduciario. Recién en esta etapa cabe hacer un análisis de responsabilidad”⁷⁶.

La resolución de Lord Upjohn es un claro ejemplo de cómo opera la *no-conflict rule*. Lo que hace esta regla es flexibilizar la evaluación de la conducta del administrador. En lugar de ceñir la determinación del conflicto de intereses a la posición del agente (administrador), el énfasis se coloca en las obligaciones fiduciarias que han sido efectivamente asumidas a partir de su relación con la compañía. En otras palabras, vista aisladamente, la posición del agente/fiduciario no es determinante para calificar la conducta. Lo trascendental para establecer responsabilidad será si, en el marco de los compromisos que han sido efectivamente asumidos frente a la sociedad, el administrador incumplió con alguno de sus deberes.

Por su parte, la *no-profit rule* tiene la estructura que vimos en el caso *O’Donnell*. Esta regla sanciona el abuso de la posición de administrador. Para la determinación de responsabilidad en base a esta regla, lo importante es que el beneficio percibido por el agente haya sido

⁷⁶ Boardman v Philips. 1967. Appeal Cases. 46, 124. En: Koh, Pearlie. Ibid. Op. Cit. P. 946.

obtenido a consecuencia y en ejecución de su relación fiduciaria con la compañía. No importa si el administrador actuó de buena fe o si la compañía era incapaz de aprovechar la oportunidad por sí misma; la responsabilidad surge del solo hecho de que el agente haya obtenido un beneficio en las circunstancias en las que lo obtuvo.⁷⁷

Como podemos ver, existe cierto grado de similitud entre la *no-conflict rule*, la *scope of business rule* y el *capability test*; y, a su vez, un gran parecido entre la *no-profit rule* y el *capacity test*. Sobre los primeros, hemos señalado que el criterio de la *no-conflict rule* toma en cuenta los deberes fiduciarios asumidos por el agente. Más allá de su calidad de administrador, lo importante es determinar qué deberes fueron asumidos por el agente de la sociedad. Y, cuando nos preguntamos qué deberes asumió, lo que realmente nos interesa es qué deberes no asumió, ya que justamente aquellos deberes que no fueron asumidos por el agente serán los que le permitan ejercer su libertad para aprovechar oportunidades que, en otras circunstancias, no podría.

Una manera lógica de identificar estas limitaciones a los deberes fiduciarios es evaluando la estructura misma del negocio. ¿Cuáles son las particularidades del negocio emprendido que podrían limitar el ámbito de aplicación de los deberes fiduciarios asumidos por la administración de la compañía? Aquí es donde entra a tallar la *scope of business rule*. Se presta como un mecanismo para encontrar limitaciones al deber de lealtad de los administradores.

Un claro ejemplo de estas limitaciones son los negocios o actos que la sociedad está impedida de realizar. Ya sea por limitaciones de su objeto social, porque su período de vigencia se lo impide o por acuerdos adoptados que la limitan para determinados actos; se trata de supuestos que podrían ser aprovechados por sus administradores sin incurrir en un conflicto de intereses. El criterio para hallar estos supuestos es precisamente el *capability test*. Como hemos visto, este mecanismo evalúa la capacidad de la sociedad para aprovechar por sí misma el beneficio que fue tomado por el administrador. De no haber estado en capacidad de hacerlo, estaremos ante una limitación al deber de lealtad del administrador y, por ende, fuera de todo conflicto de intereses.

⁷⁷ KOH, Pearlie. Opc. Cit. P. 946-947.

En consecuencia, los criterios antes descritos forman parte de un mismo grupo. Tanto la *scope of business rule* como el *capability test* emanan de la *no-conflict rule*. Y es por este motivo que todos apuntan al mismo fin: invertir la evaluación de los conflictos de intereses, centrando el análisis en las limitaciones a los deberes fiduciarios asumidos por el administrador.

Como contrapartida, la *no-profit rule* y el *capacity test* se valen de una estrategia opuesta. Bajo estos criterios, se parte de la premisa de que no cabe limitar el alcance de los deberes fiduciarios de la administración, y es por esta razón que la evaluación de los conflictos de intereses se centra en la manera en que el beneficio fue obtenido por el agente. Si el beneficio fue obtenido en razón del cargo de administrador que ostentaba el agente (*capacity test*), entonces se habrá infringido la *no-profit rule* y, por ende, estaremos ante un conflicto de intereses.

2.2. El reparto unilateral de beneficios (*self dealing*) como objeto de protección

En la sección anterior, hemos analizado a los conflictos de intereses desde la perspectiva de la conducta ejercida por el agente y de su relación con la sociedad. Como decíamos, hemos tratado el aspecto subjetivo de estas infracciones.

Como contrapartida, en la presente sección desarrollaremos el objeto de protección de las normas sobre conflictos de intereses, esto es, el ámbito objetivo de este tipo de conductas. Ya hemos mencionado que estos supuestos implican, necesariamente, una situación de peligro concreto; es decir, la ocurrencia de un daño patrimonial efectivo en la sociedad. Partiendo de dicha premisa, en la presente sección nos centraremos en el aspecto patrimonial de los conflictos de intereses: los supuestos de “reparto unilateral de beneficios”; fenómeno conocido en el derecho anglosajón y en el ámbito de las finanzas corporativas como “*tunneling*”.

2.2.1. *Los cuatro supuestos básicos de los conflictos de intereses*⁷⁸

En su manual de derecho corporativo (*Corporate Law*), Robert Clark agrupa a los conflictos de intereses en cuatro (4) supuestos básicos: (i) transacciones unilaterales básicas (*basic self dealing*), (ii) compensaciones a ejecutivos (*executive compensations*), (iii) apropiación unilateral de bienes

⁷⁸ Como veremos más adelante, esta clasificación no necesariamente conversa con la que venimos desarrollando. No obstante, su análisis nos ayudará a terminar de moldear el concepto.

sociales (*taking of corporate or shareholder property*); y, (iv) acciones empresariales con multiplicidad de propósitos (*corporate action with mixed motives*). A continuación, describiremos brevemente en qué consiste cada una de estas categorías.

(i) Transacciones unilaterales básicas (*basic self dealing*)

Según explica Clark, el supuesto básico de transacción unilateral se presenta cuando no existen dos partes dentro de una transacción. Ocurre cuando, “(...) *aparentemente existen dos partes, pero en realidad solo hay una persona tomando las decisiones*”⁷⁹. Si bien formalmente la compañía está involucrada en la operación (compra o venta de activos, reorganización societaria, etc.), uno o más de sus mandatarios tiene un interés personal en que la transacción sea desarrollada de determinada manera.

Un típico caso de transacción unilateral puede ser una venta de activos. Por ejemplo, supongamos que la compañía **ABC** celebra una compraventa con la compañía **MNO**, por la cual **ABC** le transfiere a **MNO** un inmueble. Los directores que aprobaron la transferencia del inmueble de **ABC** se encuentran vinculados a **MNO**, razón por la cual aprobaron la venta de dicho activo a un monto por debajo de su valor de mercado. Consecuencia: **ABC** ha sido víctima de una transacción unilateral, por la cual se han enriquecido algunos de sus directores, a costa de un daño patrimonial causado en **ABC**.

(ii) Compensaciones a ejecutivos (*executive compensation*):

Las “compensaciones a ejecutivos” que incluye Clark en su listado, no son las remuneraciones externas de directores a las que se refería el profesor Paz-Ares⁸⁰, y a las que nos hemos referido en la sección anterior. Clark incluye en su clasificación a las compensaciones de ejecutivos, refiriéndose al caso de los altos ejecutivos de sociedades listadas, quienes tienen un alto grado de injerencia en la fijación de sus propias remuneraciones y mecanismos de compensación⁸¹.

De acuerdo con el planteamiento de Clark, acá también estaríamos ante un supuesto de transacción unilateral (*self dealing*). Al tener los ejecutivos cierto grado de injerencia en la fijación de sus propias remuneraciones, se cuestiona que sus contrataciones sean hechas en términos de mercado, y por tanto que la sociedad esté pagando un sobreprecio expropiatorio.

⁷⁹ CLARK, Robert C. *Corporate Law*. Aspen Law & Business. Aspen Publishers Inc. 1986. P. 144.

⁸⁰ Ver infra 2.1.2.

⁸¹ CLARK, Robert C. Op. Cit. P 143.

(iii) Apropiación de activos sociales (*taking of corporate or shareholder property*):

Dentro de la apropiación de activos sociales (o de los socios) se encuentran los casos en que los agentes de la sociedad (los llamados *insiders*) toman para su uso personal bienes que son de propiedad de la compañía o de sus accionistas. Clark pone el ejemplo de un yate, que es de propiedad de la sociedad, y cuyo arrendamiento le representa US\$ 5,000 semanales a la compañía. Si el ejecutivo tomó prestado el yate durante una semana, ello significa que le impidió a la compañía generar los US\$ 5,000 que, en otras circunstancias, hubiese podido obtener.

Lo que posiblemente argumentará el ejecutivo es que este caso no es equiparable a un supuesto en el que directamente se toman US\$ 5,000 de la caja fuerte de la compañía. Para el ejecutivo, el uso del yate forma parte de los emolumentos de su cargo.

Lo cierto es que tal aprovechamiento por parte del ejecutivo es susceptible de valoración patrimonial; y, en tal sentido, la pregunta que determinará si dicha conducta puede ser calificada como un autoreparto o una transacción unilateral será si la oportunidad que fue tomada por el agente puede ser considerada como una oportunidad que le correspondía a la compañía y/o a sus socios; o si, por el contrario, se trató de una que sí podía ser tomada por el agente.⁸²

(iv) Acciones empresariales con multiplicidad de propósitos (*corporate action with mixed motives*):

Las “acciones empresariales” a las que se refiere Clark en esta cuarta categoría son operaciones de cierta trascendencia para la sociedad. Se trata, por ejemplo, de una reorganización societaria, de una compra importante de activos, de una compra de acciones en autocartera, etc. La nota distintiva es que, en cada uno de estos casos, la operación habrá sido motivada por intereses personales del agente.

Ahora bien, a diferencia del modelo básico de transacciones unilaterales visto en la primera categoría, el interés del *insider* en este caso es distinto. La intención del agente al causar que la compañía implemente la operación es evitar que se produzca un cambio de control en la administración de la compañía. Para Clark ello supone dos riesgos: En primer lugar, que la compañía asuma un costo mayor al que tendría de optar por dicha decisión si la misma hubiese

⁸² Ibid. P. 145. Nótese la cercanía en el análisis a los criterios de la *no-conflict rule* vistos en la sección anterior.

sido promovida por una iniciativa de negocio. Y, en segundo lugar, si la maniobra del agente implica la renuncia a una oportunidad de negocio, pues la sociedad asume el costo de oportunidad de haber podido sobresalir a través de una nueva administración.⁸³

Tras clasificar a los conflictos de intereses en los cuatro paradigmas antes vistos, Clark propone una definición más general de lo que entiende por transacciones unilaterales (*self dealing*). Según explica⁸⁴, una transacción unilateral supone que:

- a) Debe existir una transacción entre una compañía (la sociedad cuyos intereses están en riesgo) y una tercera persona;
- b) Debe haber una persona (o grupo de personas) con poder de decisión sobre las acciones que pueda tomar la compañía. Generalmente será un alto ejecutivo, director o accionista controlador (el agente o *insider*); y,
- c) Los intereses del agente deben estar más alineados con los de la tercera persona con quien la compañía va a celebrar la transacción, que con la propia compañía sobre la que ejerce poderes de decisión.

Bajo el planteamiento de Clark, una transacción unilateral podrá ser perjudicial para la compañía (o no), dependiendo del caso concreto y sin perjuicio de los requisitos antes indicados. Según explica el autor, para que estemos ante una transacción unilateral injusta o abusiva, se deberá cumplir un requisito adicional: que la transacción sea, además, injusta o abusiva para la sociedad involucrada.

Sobre este punto, señala que la transacción será injusta para la compañía: “[...] *si el resultado obtenido le genera un menor beneficio del que le hubiese generado la misma transacción, de haber sido acordada por un representante racional, bien informado, independiente y leal, esto es, no inmerso en un conflicto de intereses*”⁸⁵.

⁸³ CLARK, Robert C. Ibid. Pp. 146-147. Si bien el autor pone un ejemplo específico, consideramos que la lógica del supuesto trabajado permite abstraernos y abarcar casos similares.

⁸⁴ Ibid. P. 47.

⁸⁵ Idem.

2.2.2. La expropiación de beneficios privados (*tunneling*) como objeto de protección de los conflictos de intereses

Ahora bien, la definición de *self dealing* planteada por Clark no es unánime en doctrina. De modo distinto, los profesores Atanasov, Black y Ciccotello sí incluyen el aspecto patrimonial en su definición. Para estos autores, las transacciones unilaterales (*self dealing*) de por sí suponen una extracción o expropiación unilateral de beneficios (*tunneling*), consistente en el riesgo de que los *insiders* (administradores o accionistas controladores) extraigan valor de la compañía de manera desproporcionada a la cuota que les corresponde. Bajo su concepción, esta extracción unilateral de beneficios comprende, por un lado, las transacciones realizadas por accionistas controladores en desmedro de los minoritarios; y, por el otro, las realizadas por los administradores en desmedro de todos los accionistas.⁸⁶

La extracción unilateral de beneficios (*tunneling*) a la que se refieren estos autores puede ser dividida en tres clases:

(i) Extracción de flujos (*cash flow tunneling*):

La extracción de flujos supone la expropiación por parte del *insider* de porciones de las ganancias de la sociedad que no impliquen una afectación de sus activos productivos de largo plazo. Ejemplos de esta clase de *tunneling* son las pequeñas transacciones no realizadas a valor de mercado, los salarios excesivos a favor de ejecutivos y las ventas de activos que no comprometan la capacidad productiva de la sociedad. El típico ejemplo de extracción de flujos será la venta de mercadería por debajo del valor de mercado a una sociedad controlada por un agente, o la compra de insumos por encima del valor de mercado a una sociedad controlada por el agente.⁸⁷

(ii) Extracción de activos (*asset tunneling*):

Por su parte, la extracción de activos comprende dos subclases distintas: (a) extracción de activos hacia afuera (*asset tunneling out*), y (b) extracción de activos hacia adentro (*asset tunneling in*). La expropiación hacia afuera se refiere a transacciones que involucran activos importantes de la sociedad. Se produce, por ejemplo, cuando se llevan a cabo ventas de activos

⁸⁶ ATANASOV, Vladimir; BLACK, Bernard y CICCOTELLO, Conrad S. "Unbundling and measuring tunneling" 2014, University of Illinois Law Review P. 1698.

⁸⁷ Ibid. P. 1700.

productivos de la sociedad, por debajo de su valor de mercado, a empresas vinculadas; u otorgamiento de préstamos (que involucren montos considerables) en términos favorables para sociedades afiliadas.⁸⁸

Desde un punto de vista financiero, existen varias razones para diferenciar al *asset tunneling out* del *cash flow tunneling*:

“En primer lugar, la extracción de activos hacia afuera implica un acto por el cual se remueve totalmente la capacidad productiva de activos importantes de la sociedad. De modo distinto, la extracción de flujos supone una situación constante, la cual puede (como puede no) modificarse o detenerse en el futuro. En segundo lugar, de existir una sinergia entre distintos segmentos de una compañía, la extracción de activos hacia afuera puede reducir el valor del resto de activos de la compañía. Por su parte, la extracción de flujos es puramente redistributiva. A menos que sea de gran magnitud, es poco probable que afecte la operatividad de la sociedad a futuro. En tercer lugar, la extracción de activos hacia afuera y la extracción de flujos tienen efectos distintos sobre las métricas financieras, y deben ser abordadas desde reglas contables y legales diferentes. De manera muy general, es válido afirmar que la extracción de activos hacia afuera impacta primero el estado de situación financiera, y el estado de resultados solo indirectamente. En contraste, la extracción de flujos afecta el estado de resultados y el estado de flujos de efectivo de manera directa, mientras que el estado de situación financiera solo de manera indirecta”⁸⁹.

Por su parte, la extracción de activos “hacia adentro” se refiere a aquellos supuestos en los que la sociedad adquiere activos por encima de su valor de mercado. Atanasov, Black y Ciccotello mencionan que, en trabajos anteriores, habían tratado a esta clase de expropiación y al *asset tunneling out* como una misma categoría. No obstante, ahora la diferenciaban por tener impactos diferentes desde un punto de vista financiero. Mientras que la extracción hacia afuera reduce el valor de los activos de la sociedad, sin afectar, necesariamente, su productividad; la extracción hacia adentro genera una inflación directa en el estado de situación financiera de la compañía, alterando las medidas y ratios de los activos en el lado del denominador.⁹⁰

⁸⁸ Idem.

⁸⁹ Ibid. P. 1704-1705.

⁹⁰ Ibid. P. 1707.

(iii) Extracción de capital (*equity tunneling*):

Finalmente, y a diferencia de los dos mecanismos de *tunneling* antes descritos, los supuestos de “extracción de capital” no afectan el patrimonio de la sociedad. Lo que hacen, más bien, es alterar la estructura de participación en el capital social de las compañías. Atanasov, Black y Ciccotello, haciendo referencia al mercado corporativo norteamericano, señalan que las dos principales formas en las que se producen estos supuestos son (i) las ofertas de acciones (o de valores convertibles en acciones) por debajo de su valor de mercado (*fair value*) o (ii) las estrategias adoptadas por accionistas mayoritarios destinadas a excluir socios minoritarios de las compañías: los denominados *freezeouts* o *squeezeouts*.

Otro mecanismo de extracción de capital es el conocido “*insider trading*” o tráfico de información privilegiada. Bajo esta estrategia, el agente, actuando solo o a través de terceros, expropia valor de inversionistas desinformados, aprovechando información privilegiada que no es de conocimiento público. El haber tomado una decisión de inversión basada en información que sus competidores en dicho mercado (el resto de inversionistas) no tuvieron a la mano, da lugar al acto de extracción de capital por parte del *insider*.

2.2.3. *Reglas procedimentales aplicables a la extracción unilateral de beneficios*

En la Sección 2.1.3. anterior, hemos revisado algunos criterios empleados en el derecho anglosajón para determinar la existencia de conflictos de intereses. Entre los ejemplos vistos están la *no-conflict rule*, la *no-profit rule*, la *scope of business rule*, el *capacity test* y el *capability test*. Respecto de dichos criterios, decíamos que son utilizados por los tribunales para determinar la existencia de conflictos de intereses a partir de la posición del agente y su relación con la compañía.

En paralelo a estos criterios, las cortes del Estado de Delaware, en Estados Unidos, han desarrollado algunas reglas procedimentales para sancionar las infracciones de deberes fiduciarios por parte administradores. A continuación, haremos un breve repaso sobre las dos principales.

(i) La *business judgement rule*

La primera regla es la denominada *business judgement rule*. La *business judgement rule* es un estándar de revisión que surge como un mecanismo de protección de la actividad de gestión de los administradores, frente al poder de revisión en manos de los accionistas. A efectos de que se favorezca la labor de gestión desempeñada por los directores y, en general, por los

administradores de la sociedad, se crea un mecanismo de contrapeso frente a las acciones de responsabilidad en contra de la administración.

Tal como explicó la Corte Suprema de Delaware en el caso *Aronson v Lewis*, la *business judgement rule*:

“(E)s una presunción según la cual, en la toma de una determinada decisión, los directores de la compañía han actuado informados, de buena fe y en la creencia de que dicha acción ha sido tomada en el mejor interés de la sociedad. Ausente de todo abuso de discrecionalidad, su juicio debe ser respetado por las cortes. La carga de proveer hechos que rebatan dicha presunción recae en la parte que cuestiona la decisión tomada”⁹¹.

A efectos de que el director o administrador pueda gozar de esta presunción de licitud a su favor, se debe tratar de una decisión o un acto: (i) que tenga un trasfondo comercial (*business decision*); (ii) desinteresado (es decir, que respecto de dicho acto o decisión no exista un conflicto de intereses entre el director y la sociedad); (iii) ejecutado con debida diligencia; (iv) de buena fe; y, (v) que no constituya un abuso de discreciones (*abuse of discretion*) o un desperdicio de activos de la sociedad.

Si, a criterio del juzgador, se cumplen con estos cinco requisitos, se genera una presunción a favor del director o administrador de que el acto se fue ejecutado producto de una decisión de negocio. Dicha presunción, además, se extiende a los cinco elementos que dieron lugar a la aplicación de la regla (trasfondo comercial, desinterés, debida diligencia, buena fe y no abuso de discreciones ni desperdicio de activos sociales). Para que el demandante pueda invertir la presunción generada por la *business judgment rule*, no solo tendrá que acreditar la falta de alguno de estos requisitos, sino que además tendrá que cuestionar la diligencia del administrador en la toma de la decisión, lo cual supondrá que se proporcionen hechos concretos que demuestren su negligencia grave.

Como se puede apreciar, la *business judgement rule* resulta aplicable a controversias en las que se cuestiona la diligencia empleada en la toma de decisiones de la administración. Se centra,

⁹¹Aronson v Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. 1984) En: WANG, Yuan. “Fiduciary duties of directors in the context of going-private transactions to the minority shareholders under Delaware Law”. En: University of Georgia Law. LLM Theses and essays. Paper 53. P. 10. Disponible en: http://digitalcommons.law.uga.edu/stu_llm/53.

por tanto, en cuestionamientos al deber de diligencia, y no al deber de lealtad. Al presumirse que los actos a los que les aplica la *business judgement rule* han sido llevados a cabo con diligencia y buena fe por parte del administrador, el juzgador no tiene qué reclamar y suele ni siquiera requerir actuación de parte de los demandados hasta que la contraparte aporte evidencia capaz de rebatir algunas de las presunciones establecidas a su favor.⁹²

(ii) El *entire fairness test*:

De modo distinto, cuando el cuestionamiento viene por el lado del deber de lealtad, el criterio varía. Se pasa de un criterio que favorece la posición del administrador, a un criterio más severo y estricto conocido en la jurisprudencia de Delaware como el "*entire fairness test*". Para que aplique el *entire fairness test*, el demandante debe probar que existe un conflicto de intereses en la decisión que ha sido tomada por el administrador. De ser ello acreditado, la carga de la prueba se invierte. El juzgador deja de lado la *business judgement rule* y se le imponen nuevos criterios de evaluación a la decisión tomada por el órgano administrativo.⁹³

Ante la inversión de la carga de la prueba, el demandado debe demostrar que su decisión fue tomada (i) en términos de mercado (*fair dealing*) y (ii) a precio justo (*fair price*). En relación al caso de una fusión, la Corte Suprema de Delaware ha explicado estos criterios, de la siguiente forma:

*"[Que la decisión haya sido tomada] en "términos de mercado" implica cuestiones tales como el momento en que se llevó a cabo la transacción, la forma cómo inició, cómo se estructuró, cómo se negoció, cómo fue revelada a los directores y cómo fueron obtenidas las aprobaciones de los directores y de los socios. Por su parte, el precio justo se refiere a los aspectos económicos y financieros del proyecto de fusión, incluyendo todos sus factores relevantes: activos, valor de mercado, ingresos, proyecciones futuras y cualquier otro elemento que afecte intrínsecamente o que pueda ser considerado un valor inherente al capital de la compañía. No obstante, estos dos elementos ("en términos de mercado" y "precio justo") no dan lugar a una bifurcación en el análisis del juzgador. Se examinan ambos como un todo"*⁹⁴.

⁹² WANG, Yuan. Ibid. P. 11.

⁹³ Ibid. Pp. 12-13.

⁹⁴ Weinberger v UOP, Inc., 457 A.2d 701,711 (Corte Suprema de Delaware, 1983). En: WANG, Yuan. Op. Cit. P. 41.

Según explica Clark⁹⁵, el criterio del “fairness” surge de la evolución en la jurisprudencia norteamericana de las relaciones entre partes vinculadas. A finales del Siglo XIX, la regla que primaba era la regla de la anulabilidad. Cualquier transacción de la sociedad con una parte vinculada era anulable por la sociedad o por la junta general de accionistas, sin importar si la misma resultaba justa o injusta.

A inicios del Siglo XX, la regla empieza a cambiar. Se ve un primer atisbo del *fairness test*. Las relaciones entre partes vinculadas eran consideradas válidas, siempre que las mismas hubiesen sido aprobadas por una “mayoría desinteresada” del directorio, y siempre que dicho acto no fuese declarado injusto o fraudulento por una corte. No obstante, si el acto o contrato era aprobado por una mayoría que tuviese intereses en conflicto con los de la sociedad, dicho acto o contrato era anulable a instancia de la sociedad o de sus accionistas, sin que resultara aplicable un “*fairness test*”.

Ya por la década de 1960, la antigua regla de la anulabilidad de algún modo había cedido a favor del *fairness*. Los actos o contratos en los que hubiera un conflicto de intereses (en su fase abstracta) eran válidos y exigibles para la sociedad, a menos que una corte determinara su injusticia (*unfairness*) *ex post*.

Una nota distintiva de este cambio de tendencia se aprecia en el artículo 310 del *Corporate Code* de California en el año 1975. De acuerdo con esta norma, una transacción debe ser justa y razonable para que la misma sea válida o para que sea aprobada por el directorio. No obstante, este requisito (justa y razonable) no aplica cuando existe ratificación por parte de la junta general de accionistas. En otras palabras, con la aprobación de esta norma, la ratificación posterior por parte de la junta general de accionistas el acuerdo se vuelve inmune a cualquier tipo de revisión posterior.

Para resumir, Clark⁹⁶ ordena los criterios que dieron lugar a la regla del *fairness* en cuatro líneas normativas distintas:

- (i) En primer lugar, una que establecía una prohibición absoluta en contra del *self dealing*;

⁹⁵ CLARK, Robert. *Corporate Law*. Op. Cit. Pp.160.

⁹⁶ *Ibid.* P. 161.

- (ii) En segundo lugar, una que permitía las transacciones interesadas, en la medida en que fueran permitidas por una mayoría desinteresada de directores y que se tratara de un acto justo;
- (iii) En tercer lugar, una que permitía las transacciones interesadas justas, a criterio de una corte; y,
- (iv) En cuarto lugar, una por la cual algunos Estados (de Estados Unidos) permitían las transacciones interesadas justas, o las que hubieran sido aprobadas por una mayoría de accionistas informados.

Para Clark, esta fue la evolución normativa y jurisprudencial que logró el desarrollo del *fairness test* en los Estados Unidos a la forma en que se encuentra regulado en la actualidad. Actualmente, este criterio se encuentra recogido en el artículo 144 del *General Corporations Law* de Delaware, el cual resume Clark de la siguiente manera:

“Lo que el fairness test establece es que ningún contrato o transacción puede ser anulable solo por tratarse de un acto que involucre un conflicto de intereses entre el agente y la sociedad, en tanto se cumpla una de las siguientes tres condiciones (...):

- (i) Que el conflicto de intereses haya sido revelado y aprobado por los directores independientes de la sociedad;*
- (ii) Que el conflicto de intereses haya sido aprobado por la junta general de accionistas; o,*
- (iii) Que se trate de un acto justo”⁹⁷.*

Bajo la primera alternativa (aprobación por parte de los directores independientes), lo que ocurre es lo siguiente. Ante una decisión de negocio que involucra una transacción con una parte vinculada a uno o más miembros del directorio de la compañía, la aprobación de dicho acuerdo dará lugar a un nuevo cómputo en el quórum del directorio. Los directores que tengan un interés, directo o indirecto, en el resultado de dicho negocio, no podrán ejercer su derecho de voto. La decisión favorable deberá ser alcanzada con el voto favorable de la mitad más uno de los directores independientes, es decir, de aquellos que no tengan intereses contrapuestos a los de la sociedad respecto a dicha decisión.⁹⁸

⁹⁷ Ibid. P. 167.

⁹⁸ Ibid. P. 168.

De optarse por la segunda alternativa (aprobación por la junta general de accionistas), los hechos relevantes del conflicto de intereses deben ser revelados a la junta general de accionistas de la sociedad. Naturalmente, la aprobación por la junta general de accionistas supone un costo mayor para la adopción de la decisión, sobre todo tratándose de sociedades de capital difundido. Sin embargo, y a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones⁹⁹, la norma del Estado de Delaware no limita el derecho de voto de los accionistas que tengan, respecto de dicha decisión, intereses contrapuestos a los de la sociedad. Como explica Clark, esta alternativa se utiliza principalmente cuando: (i) no hay suficientes directores independientes para aprobar el acuerdo en sesión de directorio, (ii) por alguna razón, el directorio no llega a un acuerdo respecto a dicha decisión, o (iii) el directorio busca dotar de legitimidad a una decisión en la que existe un notorio conflicto de intereses.¹⁰⁰

Finalmente, la tercera alternativa (acto o decisión justa) es más flexible en cuanto a requisitos procedimentales. Señala la norma que *“la transacción debe ser justa para la sociedad en el momento en que fue aprobada o ratificada por el directorio, por un comité del directorio o por los accionistas”*. Tal como indica Clark, una lectura de esta norma podría sugerir que, para evitar la anulabilidad del acto en conflicto, la decisión deba ser siempre aprobada (o ratificada) por el directorio o por la junta general de accionistas. No obstante, esta alternativa ha sido pensada para otro tipo de supuestos. En primer lugar, para los casos en los que no hay suficientes directores independientes, y además convocar a la junta de accionistas resulta enormemente costoso. Y, en segundo lugar, para aquellos casos en los que, existiendo intereses en conflicto al momento de tomarse la decisión, tal situación no fue debidamente revelada a los órganos correspondientes ni tampoco aprobada *ex ante*. En cualquier caso, el efecto de la tercera alternativa será que la parte interesada pueda siempre evitar la anulabilidad del acto, argumentando la “justicia” de la transacción, más allá de que en el momento de su ejecución no haya sido debidamente revelada o aprobada por los órganos correspondientes.¹⁰¹

⁹⁹ Como veremos en la siguiente sección, esto no estaría permitido bajo la normativa societaria del Perú.

¹⁰⁰ *Idem*.

¹⁰¹ *Ibid.* Pp. 168-169.

2.2.4. Dualidad de criterios en la determinación de los conflictos de intereses

Pues bien, hemos visto hasta acá que los conflictos de intereses o, mejor dicho, la determinación de los supuestos de conflicto puede ser realizada desde dos perspectivas distintas. Por un lado, desde una perspectiva subjetiva, a partir de la cual se analiza la conducta del administrador en función de su relación con la sociedad (caso de los primeros criterios analizados, como el *scope of business rule*, el *capability test* y el *capacity test*). Bajo este tipo de criterios, los conflictos de intereses se determinan en la medida en que exista una relación de agencia pasible de extender obligaciones fiduciarias específicas en el administrador.

Por otro lado, hemos visto también, desde una perspectiva objetiva, que el enfoque no solo se encuentra en la posición de los administradores frente a los agentes. La aplicabilidad de los deberes fiduciarios involucra también una evaluación de la conducta llevada a cabo. Efectivamente, en la aplicación del *entire fairness test* lo que considera el juzgador es: (i) que se haya tratado de una decisión tomada “en condiciones de mercado” (*fair dealing*) y (ii) que se haya pactado un “precio justo” (*fair price*) en la transacción. Se trata en ambos casos de criterios económicos, lo que permite apreciar el carácter objetivo de la evaluación que se realiza de la conducta.

A diferencia del análisis subjetivo visto en la primera parte de este capítulo, la evaluación del *fairness test* se limita a determinar la existencia de un perjuicio patrimonial en la compañía. Se verifica si, además de existir un conflicto de intereses, la transacción ha dado lugar a una expropiación unilateral de beneficios (*tunneling*). De ello dependerá si la operación es considerada justa, o injusta; y, por ende, si de la misma se puede desprender algún tipo de responsabilidad.

2.3. Las infracciones al deber de lealtad en las normas societarias peruanas

Tras haber desarrollado los conflictos de intereses desde una perspectiva conceptual, en la presente sección veremos cómo son regulados este tipo de supuestos en el derecho societario peruano. Para efectos didácticos, nuestro análisis estará dividido en dos subsecciones. En primer lugar, nos referiremos a los supuestos materiales de conflicto de intereses junto con sus respectivas normas procedimentales; y, en segundo lugar, desarrollaremos el régimen de responsabilidad que les resulta aplicable.

2.3.1. Los conflictos de intereses en las normas sobre responsabilidad de los directores de la LGS

De acuerdo a lo establecido en el artículo 152 de la LGS, el directorio es el órgano a cargo de la administración de la sociedad, quien la ejerce conjuntamente con uno o más gerentes. Esta regla solo admite una excepción para el caso de la sociedad anónima cerrada (artículo 247 LGS). En esta clase de sociedades anónimas se puede optar por no tener directorio, en cuyo caso todas las funciones que la LGS dispone para el directorio las asume el gerente general.

El artículo 152 de la LGS es importante no solo porque establece el órgano societario en el que recae la administración de la sociedad, sino además porque enmarca a la LGS en una de las teorías de la administración de la sociedad a las que no hemos referido en el Capítulo I. Tal como indica Elías, la LGS se adhiere a la teoría del órgano, conforme a la cual la actuación y la opinión de la sociedad se expresa, no a través de representantes ni mandatarios, sino a través de un órgano encargado de expresar la voluntad de la persona jurídica¹⁰².

Esto no quiere decir que la responsabilidad por infracciones cometidas por los miembros del directorio o por gerencias de la sociedad no pueda ser individualizada en personas específicas. Como indica Elías, el directorio, en cuanto órgano social de la compañía, lleva a cabo dos funciones distintas: (i) la función de gestión y (ii) la función de representación. La función de gestión implica el desarrollo de los actos y las operaciones mismas mediante las cuales la sociedad lleva a cabo su objeto social; mientras que la función de representación supone el desarrollo de las políticas y las acciones internas para lograr el desarrollo del objeto social.¹⁰³

En consecuencia, las infracciones a cargo de directores y, en general, de administradores de la sociedad podrán darse a través del ejercicio de estas dos funciones del directorio. Ya sea mediante acciones concretas ejecutadas por representantes de la sociedad (función de gestión) o a través de una decisión adoptada en el seno del directorio, bajo las reglas de quórum y mayorías que resulten aplicables (función de representación). Si bien el directorio, en su calidad de órgano societario, no podría estar sujeto a responsabilidad (por carecer de subjetividad jurídica), esta sí puede recaer en los individuos que lo conforman. A continuación, veremos las reglas de responsabilidad de directores establecidas en la LGS para infracciones del deber de lealtad.

¹⁰² ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Editora Normas Legales. Lima: 1999, P. 410.

¹⁰³ *Ibid.* P. 411.

(i) Transacciones con directores de la sociedad:

El artículo 179 de la LGS establece las reglas aplicables a las transacciones entre una sociedad y sus directores. De acuerdo con esta norma:

“Artículo 179.- Contratos, créditos, préstamos o garantías

El director sólo puede celebrar con la sociedad contratos que versen sobre aquellas operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se concierten en las condiciones del mercado. La sociedad sólo puede conceder crédito o préstamos a los directores u otorgar garantías a su favor cuando se trate de aquellas operaciones que normalmente celebre con terceros.

Los contratos, créditos, préstamos o garantías que no reúnan los requisitos del párrafo anterior podrán ser celebrados u otorgados con el acuerdo previo del directorio, tomado con el voto de al menos dos tercios de sus miembros.

Lo dispuesto en los párrafos anteriores es aplicable tratándose de directores de empresas vinculadas y de los cónyuges, descendientes, ascendientes y parientes dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los directores de la sociedad y de los directores de empresas vinculadas.

Los directores son solidariamente responsables ante la sociedad y los terceros acreedores por los contratos, créditos, préstamos o garantías celebrados u otorgados con infracción de lo establecido en este artículo”.

Esta norma contempla el principio de la lealtad corporativa aplicado a transacciones con directores. Como hemos indicado, el objeto de protección de este deber no es el aprovechamiento ilícito de beneficios por parte del administrador. Lo que se sanciona es la deslealtad, y esta se encuentra en la falta al deber que tiene el administrador de actuar en el mejor interés de la sociedad.

En esta lógica, lo que sanciona el artículo 179 es, precisamente, la falta de “regularidad” - por decirlo de alguna forma- de las transacciones celebradas con directores y/o con directores de compañías vinculadas. Para no ir en contra de esta norma, las operaciones con directores tendrán que ser pactadas en los términos que la sociedad “normalmente celebre

con terceros”, es decir, tendrán que haber sido celebradas en términos de mercado (*at arms lenght*).

Ahora bien, luego de establecer este estándar de protección para las transacciones con directores, el segundo párrafo del artículo 179 determina que los actos y negocios celebrados con directores que no cuenten con los requisitos establecidos en el párrafo anterior, es decir, que no hayan sido pactados en términos de mercado, serán válidos y exigibles para la sociedad siempre que hubiesen sido adoptados por una mayoría calificada (dos tercios) de los directores con derecho a voto.

Esta disposición del artículo 179, en términos similares a los del artículo 144 de la Ley de Sociedades de Delaware, flexibiliza la regulación de este tipo de transacciones. Recordemos que el artículo 144 del *General Corporations Law* establece como reglas de procedimiento alternativas: (i) la aprobación por los directores independientes, (ii) la aprobación por la junta general de accionistas, o (iii) la justicia intrínseca (*fairness*) de la operación.

A diferencia de la norma de Delaware, la regla de procedimiento establecida en el artículo 179 no contempla la posibilidad de que la junta de accionistas apruebe este tipo transacciones. La norma peruana solo prevé la aprobación por parte del directorio, y establece además que el acuerdo se debe aprobar con una mayoría calificada (dos tercios).

En opinión de Elías Laroza:

“Esta es una condición que debe manejarse con cautela (...) desde que el simple requisito de los dos tercios de los votos no basta, por sí solo, para liberar de objeciones a cualquier clase de acuerdo, como por ejemplo uno que fuese visiblemente dañino para los intereses de la sociedad o claramente beneficioso para el director en comparación con otras operaciones similares de la empresa”.¹⁰⁴

A nuestro parecer, la redacción de la norma es bastante clara: *“Los contratos, créditos, préstamos o garantías que no reúnan los requisitos del párrafo anterior podrán ser celebrados u otorgados con el acuerdo previo del directorio, tomado con el voto de al menos dos tercios de sus miembros”*. El legislador opta por una regla procedimental que habilita

¹⁰⁴ Ibid. P. 469.

transacciones interesadas celebradas con directores que, siempre que las mismas hayan sido aprobadas por una mayoría calificada de los miembros de este órgano.

Por otro lado, la norma no se limita a las transacciones de la sociedad con sus propios directores. De acuerdo a lo establecido en su tercer párrafo, la prohibición alcanza también a aquellas operaciones que la sociedad pueda celebrar con *“directores de empresas vinculadas y de los cónyuges, descendientes, ascendientes y parientes dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los directores de la sociedad y de los directores de empresas vinculadas”*.

En consecuencia, salvo por los acuerdos que cuenten con la aprobación de la mayoría calificada del directorio, la norma bajo comentario establece una prohibición expresa de las operaciones (desfavorables para la sociedad) llevadas a cabo con miembros del directorio o con personas vinculadas a estos últimos.

Finalmente, es importante resaltar que esta norma (el artículo 179 de la LGS) también resulta aplicable a operaciones con gerentes y apoderados de la sociedad. Si bien ello no se desprende del propio artículo 179, el artículo 192¹⁰⁵ de la LGS contiene una norma de remisión para estos efectos.

(ii) Conflictos de intereses en sentido estricto:

El artículo 180 de la LGS regula el supuesto general de conflictos de intereses. El texto de la norma es el siguiente:

“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.

¹⁰⁵ **Artículo 192.- Contratos, créditos, préstamos o garantías**

Es aplicable a los gerentes y apoderados de la sociedad, en cuanto corresponda, lo dispuesto en el artículo 179.

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”.

Como se puede apreciar, esta norma ya no regula únicamente las transacciones de la compañía con sus propios directores o con directores de sociedades vinculadas. En ella se establece una regla general de prohibición de conflictos de intereses por parte de directores. Los supuestos previstos por la norma son los siguientes:

- a) La aprobación de acuerdos que **(i)** no cautelen el interés social y **(ii)** sean cercanos al interés de uno o más directores de la sociedad o de terceros relacionados;
- b) La aprobación de acuerdos a partir de los cuales uno o más directores puedan usar, en beneficio propio o de terceros relacionados, oportunidades de negocio obtenidas con motivo de su cargo; y,
- c) La participación de directores, por cuenta propia o de terceros, en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento de esta.

Sobre el primer supuesto, “*acuerdos que no cautelen el interés social y que sean cercanos al interés de uno o más directores o de terceros relacionados*”, se trata de los casos identificados por Robert Clark como “transacciones unilaterales básicas” (*basic self dealing*). Como decíamos, este es el supuesto genérico de conflictos de intereses: acuerdos o transacciones pactados en condiciones desfavorables para la compañía, en beneficio de una tercera persona (en este caso uno o más directores o terceros relacionados).

De ahí que la primera diferencia notoria con la regulación del artículo 179 sea, precisamente, su generalidad. A diferencia del artículo anterior, esta disposición comprende no solo a los directores de la sociedad, a directores de sociedades vinculadas y a personas vinculadas a ellos por lazos familiares. El artículo 180 comprende a los directores y a “terceros relacionados”. Es decir, a cualquier persona que, directa o indirectamente, esté vinculada con la decisión en conflicto y que, por ende, vaya a beneficiarse del perjuicio causado a la compañía.

Sobre esta norma, Elías ha señalado lo siguiente:

“Nótese que la Ley emplea el término amplísimo de “terceros relacionados”, sin limitarlo a parientes. En tal virtud, la vinculación no es necesariamente de parentesco y comprende cualquier tipo de relación comercial, de amistad o de intereses que pueda considerarse como motivación de un acuerdo que beneficie directa o indirectamente a los directores o los incite a preferir otros intereses sobre los de la sociedad”¹⁰⁶.

Como se puede apreciar, la norma tiene un alcance distinto al de su antecesora. El legislador, consciente de la complejidad de esta clase de supuestos, prefiere no limitar la eficacia de la norma, dejando abierta la calidad del beneficiario para supuestos en los que su relación con el director pueda resultar poco convencional.

Ahora bien, esta norma general de conflictos de intereses tiene un elemento adicional. El acuerdo debe ser “contrario al interés social”. Como explicábamos líneas atrás –siguiendo Cándido Paz-Ares– la actuación acorde al interés social implica (i) el respeto de los cauces legalmente previstos para la adopción del acuerdo societario (aspecto procedimental); y, (ii) la no infracción de deberes fiduciarios por parte del agente que representa a la sociedad (aspecto material).

Asimismo, mencionábamos que la vulneración del aspecto material del interés social se manifiesta en los supuestos en que se producen actos de desviación de valor de la sociedad hacia la esfera patrimonial del agente. Es decir, cuando se producen extracciones unilaterales de beneficios (*tunneling*).

De esta manera, si bien el artículo 180 establece un supuesto amplio al momento de identificar la relación entre el director que aprueba el acuerdo y el tercero vinculado que se beneficia del mismo, la norma sí es tajante al determinar el elemento central del conflicto de intereses: debe tratarse de un evento por el cual se esté desviando valor de la sociedad hacia el director o hacia el tercero vinculado.

El segundo supuesto establecido en el artículo 180 se refiere específicamente al caso de las oportunidades de negocio. La norma consagra un principio vastamente difundido según el

¹⁰⁶ ELÍAS LAROZA, Enrique. Op. Cit. P. 471.

cual los administradores no pueden valerse de su posición de agentes de la sociedad para tomar, en beneficio propio, oportunidades de negocio que le corresponden a esta última¹⁰⁷.

Si bien en el Perú es casi inexistente la jurisprudencia aplicable a este tipo de supuestos, criterios como el *capability test*, la *scope of business rule* y la *no-conflict rule*, entre otros, podrían servir para determinar en qué casos existe una apropiación de la oportunidad de negocio, y en qué otros la oportunidad tomada escapa del deber fiduciario asumido por el administrador.

El tercer supuesto se refiere a los actos de competencia desleal a cargo de la administración. La norma señala que, salvo autorización expresa de la sociedad, los directores no podrán participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con las actividades comerciales de la compañía.

En nuestra opinión, resulta un poco difícil encontrar un supuesto de competencia desleal en los términos planteados por este artículo. Pareciera, más bien, que las actividades en competencia con la sociedad a las que el legislador podría haberse referido son negocios eventuales o esporádicos un director pudiera desempeñar.

En estos casos, sin embargo, estaríamos nuevamente en el supuesto de las *corporate opportunities*. Si el administrador desarrolla una actividad que compite con la sociedad que administra, lo que en buena cuenta está haciendo es aprovechar una oportunidad que la sociedad no tomó. Esta apreciación hace contradictoria la regla que adopta el legislador frente a ambos supuestos. Mientras que en el caso de las oportunidades comerciales la norma de prohibición es tajante, no es así para el supuesto de competencia desleal, para el cual sí se permite la autorización de la sociedad.

Finalmente, el segundo párrafo del artículo 180 contiene una regla procedimental. La norma señala que los directores que tengan “interés en contrario” con la sociedad deberán abstenerse de participar en las deliberaciones y resoluciones concernientes a dichos asuntos.

Sobre este punto, Elías señala lo siguiente:

¹⁰⁷ ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique. Op. Cit. P. 179.

“Es obvio que, para este caso, la Ley llega más lejos que en los otros dos anteriores, pues utiliza el concepto de “interés en contrario” y no el de conflicto de intereses. En nuestro comentario al artículo 133 hemos destacado que el interés contrario tiene una connotación menos grave que la del conflicto de intereses. En consecuencia, aún en casos más leves de simple interés contrario, en cualquiera de sus formas, la Ley obliga al director a comunicarlo a la sociedad y abstenerse de intervenir en las deliberaciones y votaciones”¹⁰⁸.

La anotación hecha por Elías trata de hacer una distinción entre los supuestos de “interés en conflicto” y los de “interés en contrario”. De acuerdo con su planteamiento, los supuestos de interés en conflicto son más gravosos; mientras que los supuestos de interés en contrario suponen meras contraposiciones de intereses sin mayor relevancia.¹⁰⁹

La posición de Elías sobre este punto se percibe con mayor claridad en su comentario al artículo 133 de la LGS, en donde expresamente señala que, para la configuración del conflicto de intereses, “[es] necesario que haya verdadero conflicto entre las dos partes y no simplemente una leve contraposición, como en los casos de ausencia de perjuicio para la sociedad o de nombramiento de administradores o el hecho de que el accionista vote por sí mismo para un cargo societario”.

Una interpretación literal de lo que señala este autor daría a entender que el conflicto de intereses únicamente puede presentarse en su fase concreta, es decir, cuando ya se produjo un perjuicio para la compañía, a causa del acto desleal. En nuestra opinión, una interpretación en este sentido sería incorrecta, ya que negaría la posibilidad de que existan situaciones de conflicto potencial (abstracto), lo que además quitaría el sentido a las reglas de prevención *ex ante*, como las aprobaciones por órganos superiores o la limitación a los derechos políticos.

Es cierto, sin embargo, que no cualquier contraposición de intereses debería gatillar los mecanismos de prevención contra conflictos de intereses. Tal como indica Garo:

¹⁰⁸ ELÍAS LAROZA, Enrique. Op. Cit. P. 471.

¹⁰⁹ Cabe indicar que esta opinión no es pacífica en doctrina. Según indica Jose Antonio Payet: “(...) si bien parece existir una diferencia de grado entre el interés en conflicto y el interés en contrario, ello no se deriva del texto mismo de la norma, ni está claro dónde reside la diferencia entre ambos conceptos”. En: PAYET, Jose Antonio. “Transacciones entre partes relacionadas”. Op. Cit. P. 172.

“Empero, de legislarse, parece recomendable sancionar la prohibición siempre y cuando haya intereses encontrados entre el socio y la sociedad; esto es, cuando cualquier decisión de la asamblea que favorezca los intereses del socio, perjudique al mismo tiempo, o dé rechazo, los de la sociedad; o también cuando el accionista intencionalmente por medio del ejercicio de ese derecho trate de obtener para sí o terceros ventajas especiales ajenas a la sociedad y perjudiciales para la misma y que la resolución sirva para ese fin” ¹¹⁰.

En consecuencia, la nota distintiva para la configuración del conflicto de intereses es el perjuicio para la sociedad. Ya sea que nos encontremos frente a una posibilidad cierta de que el administrador incumpla con sus deberes fiduciarios (prevención *ex ante*), o ante un incumplimiento efectivo de los mismos (prevención *ex post*), en ambos casos aplicarán las reglas de prevención de conflictos de intereses correspondientes.

(iii) Operaciones interesadas en la junta general de accionistas:

La LGS también ha regulado los conflictos de intereses que se produzcan en la junta general de accionistas. Sobre el particular, el artículo 133 dispone lo siguiente:

“Artículo 133.- Suspensión del derecho de voto

El derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

En este caso, las acciones respecto de las cuales no puede ejercitarse el derecho de voto son computables para establecer el quórum de la junta general e incomputables para establecer las mayorías en las votaciones.

El acuerdo adoptado sin observar lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo es impugnabile a tenor del artículo 139 y los accionistas que votaron no obstante dicha prohibición responden solidariamente por los daños y perjuicios cuando no se hubiera logrado la mayoría sin su voto”.

¹¹⁰ GARO, Francisco. Sociedades Anónimas. Ediar Editores. Buenos Aires. 1954. Tomo II. P. 37.

A diferencia de la disposición prevista en el artículo 180, el artículo 133 no contiene una norma general que prohíba los conflictos de intereses. Se limita a establecer una regla de procedimiento a través de la cual se restringe el derecho de voto de los accionistas que tuvieran intereses en conflicto respecto de algún acuerdo en particular. Sobre esta regla de procedimiento en sí, nos remitimos a nuestros comentarios al artículo 180 de la LGS en el apartado anterior.

Quizá la mayor novedad que trae la regulación del artículo 133 es la precisión que hace en torno al cómputo del quórum. Según se establece, las acciones que tengan interés en conflicto sí serán computadas para calcular el quórum de instalación de la junta, debiendo hacerse un nuevo cálculo para determinar la mayoría aplicable a dichos acuerdos. A este respecto, compartimos la opinión de Payet, en el sentido de que esta norma debe ser interpretada analógicamente para otras reglas de procedimiento establecidas en legislación societaria para regular conflictos de intereses¹¹¹.

2.3.2. *Las transacciones con partes vinculadas en las normas del mercado de valores*

Por otro lado, las normas que regulan el mercado de valores también han establecido disposiciones que buscan limitar los conflictos de intereses. La norma por excelencia es el artículo 51 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (la “LMV”):

“Artículo 51.- Obligación del Emisor.- Los emisores con valores inscritos en el Registro se sujetan a las siguientes normas:

a) Los directores y gerentes están prohibidos de recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad, o usar en provecho propio, o de quienes tengan con ellos vinculación, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin contar con autorización del Directorio;

b) Los directores y gerentes están prohibidos de valerse del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tengan vinculación; y,

¹¹¹ Ibid. P. 174.

c) Para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad, se requiere la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga vinculación. Para los fines de la determinación del cinco por ciento, deben tenerse en cuenta los últimos estados financieros que correspondan.

En las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, se requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora. Se considerará como entidad externa a dicha sociedad a las sociedades auditoras u otras personas jurídicas que mediante disposiciones de carácter general determine Conasev.

La entidad que revise la transacción no debe estar vinculada a las partes involucradas en ella, ni a los directores, gerentes o accionistas titulares de cuando menos el diez por ciento del capital social de dichas personas jurídicas. Se considera, entre otros, que se encuentra vinculada a la sociedad emisora la entidad que hubiese auditado sus estados financieros en los últimos dos años.

Corresponde a Conasev definir los alcances de los términos control y vinculación y regular la participación de la entidad externa a la sociedad y los demás aspectos del presente artículo.

Los beneficios que se perciban con infracción de lo establecido en este Artículo deben ser derivados a la sociedad, sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios, ni a la interposición de las acciones penales a que hubiere lugar”.

Los literales a) y b) de esta norma son similares a los que hemos repasado al comentar el artículo 180 de la LGS. Por este motivo, nuestro comentario se centrará en el literal c) y en las reglas procedimentales que se establecen al final de esta norma.

El literal c) se regula los actos o acuerdos celebrados con partes vinculadas, estableciendo que, antes de ser ejecutados por la sociedad emisora, deben ser aprobados por el directorio. Esta restricción se activa ante la presencia de dos (2) supuestos específicos:

- a) Que se produzca un acto o se adopte un acuerdo que involucre por lo menos el 5% del valor total de los activos de la sociedad emisora; y,
- b) Que en dicho acto o acuerdo intervengan personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del 10% del capital social.

De concurrir estos dos supuestos, el acto o acuerdo debe ser aprobado previamente por el directorio, sin la participación de los directores que estén vinculados con la contraparte. La norma busca objetivar los criterios empleados para restringir las transacciones. Como indica Payet, a diferencia de la regulación de la LGS, basada en los conflictos de intereses, el artículo 51 de la LMV utiliza el criterio más objetivo de la vinculación¹¹².

El criterio de la vinculación lo hemos comentado al tratar las normas de conflictos de intereses de la LGS.

Sobre dicho criterio, coincidimos con Payet respecto a su ámbito de aplicación. La norma hace referencia a operaciones que involucren a *“personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad”*. Bajo una interpretación literal, la restricción debería aplicar únicamente a las operaciones llevadas a cabo con personas vinculadas a los directores, gerente o accionistas de la sociedad, excluyendo a las operaciones con los propios directores, gerentes o accionistas. Es evidente, sin embargo, que la intención del legislador fue comprender también a este tipo de operaciones dentro del ámbito de aplicación de la norma.¹¹³

Por otro lado, suele ocurrir que se identifique la calidad de “director no vinculado” con la de “director independiente”. No obstante, tales conceptos no necesariamente coinciden. La calidad de vinculado o relacionado se determina en función a la contraparte en una transacción; mientras que el concepto de director independiente se refiere a “(aquellos)

¹¹² PAYET, José Antonio. “Transacciones entre partes relacionadas”. Op. Cit. P. 173.

¹¹³ Idem.

*seleccionados por su trayectoria profesional, honorabilidad, suficiencia e independencia económica y desvinculación con la sociedad, sus accionistas, directores o principales funcionarios y que cumplan los criterios adicionales que pueda establecer la Superintendencia del Mercado de Valores mediante norma de carácter general”*¹¹⁴. Puede ocurrir entonces que un director no independiente sea considerado una parte vinculada para efectos de una operación; como también puede ocurrir que un director independiente tenga la calidad de parte vinculada para efectos de una transacción determinada.¹¹⁵

Finalmente, la segunda sección del inciso c) del artículo 51 establece un requisito adicional para la aprobación de una transacción entre partes vinculadas. La norma señala que, en los casos en que *“el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, se requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora”*.

Es el caso, por ejemplo, de una transacción entre dos subsidiarias de una misma sociedad matriz, o de dos compañías que indirectamente comparten a los beneficiarios finales de sus activos. La norma señala que, en estos casos, el directorio deberá requerir a una entidad externa a la sociedad emisora, la revisión de los términos de la transacción que se quiere realizar. A este tipo de evaluaciones se les conoce como *fairness opinions*. Si bien la norma no lo dice expresamente, se entiende que la revisión tendrá por objeto evaluar que los términos pactados sean beneficiosos para la sociedad y que no se estén afectando intereses de los grupos no controladores.

Sobre el particular, compartimos la opinión de Payet, en el sentido de que la norma podría haber encargado esta tarea a la junta general de accionistas. No obstante, es entendible que, tratándose de una norma del mercado de valor, esta apunte a sociedades de capital difundido, en las que podrían haber costos de transacción altos para la toma de decisiones en junta general de accionistas. En todo caso, el legislador podría haber establecido el *fairness opinion* como regla alternativa para supuestos de falta de quórum o de *deadlock*.

¹¹⁴ Artículo 2.2 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, aprobado por Resolución SMV N°019-2015-SMV-01.

¹¹⁵ PAYET, José Antonio. Op. Cit. P. 165.

2.3.3. El factor de atribución aplicable a la responsabilidad de administradores

(i) Responsabilidad subjetiva y culpa infraccional

Al inicio de esta sección, indicamos que dividiríamos nuestro análisis en dos. En primer lugar, desarrollando los supuestos materiales sobre conflictos de intereses previstos en la legislación societaria peruana; y, en segundo lugar, describiendo las normas de responsabilidad aplicables a dichos supuestos materiales. En línea con ello, en el apartado anterior hemos desarrollado dichos supuestos materiales. No obstante, antes de entrar a ver estas normas de responsabilidad, haremos una breve explicación de las reglas de atribución de responsabilidad previstas en el derecho peruano.

El factor de atribución que corresponde a los administradores bajo la LGS es el mismo que establece nuestra legislación en materia de responsabilidad civil: responsabilidad subjetiva o responsabilidad por culpa.

El principio de responsabilidad subjetiva lo encontramos en el artículo 177 de la LGS, el cual señala lo siguiente:

“Artículo 177.- Responsabilidad

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

Según explica Elías:

“Nuestra ley establece un sistema que no está basado en la responsabilidad objetiva de los directores. Por el contrario, en la misma tónica de la LGS anterior, establece que la responsabilidad se origina en diversos supuestos de culpa: la toma de acuerdos o la realización de actos contrarios a la ley o al estatuto; los tomados o llevados a cabo con dolo, abuso de facultades o negligencia grave; el incumplimiento de acuerdos de la junta general; la celebración de actos o contratos violatorios del artículo 179; la violación de las normas del artículo 180; los actos que lesionen los

intereses de la sociedad y aquellos que vulneren, en forma directa, a los accionistas y los terceros”¹¹⁶.

Por su parte, las normas generales de responsabilidad civil en las que se basa este principio de responsabilidad subjetiva son, para el caso de responsabilidad contractual, el artículo 1314 del Código Civil; y, para la responsabilidad extracontractual, el artículo 1969 del Código Civil. La primera norma establece lo siguiente:

“Artículo 1314.-

Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso”.

Sobre esta norma, señala Osterling que:

“(…) se refiere a la causa no imputable, es decir, a la ausencia de culpa, como concepto genérico exoneratorio de responsabilidad. Basta, como regla general, actuar con la diligencia ordinaria requerida para no ser responsable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento irregular. Es justamente ese principio el que determina las consecuencias de la ausencia de culpa”¹¹⁷.

En otras palabras, la norma establece cuál es la conducta que se espera del deudor para que la obligación se entienda “cumplida”. En la medida en que el deudor emplee un grado de diligencia suficiente, no será imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso. No habrá culpa ni tampoco responsabilidad que se le pueda imputar.

En términos similares, el sistema de responsabilidad extracontractual previsto por nuestro Código Civil se basa también en la responsabilidad subjetiva. La regla básica se encuentra prevista en el artículo 1969 del Código Civil, el cual establece lo siguiente:

“Artículo 1969.-

Aquel que por dolo o culpa causa un daño a otro está obligado a indemnizarlo. El descargo por falta de dolo o culpa corresponde a su autor”.

¹¹⁶ ELIAS LAROZA, Op. Cit. P. 459.

¹¹⁷ OSTERLING PARODI, Felipe. “Inejecución de Obligaciones”. Texto disponible en: <http://www.osterlingfirm.com/Documentos/articulos/Inejecucion%20obligaciones%201985.pdf> P. 138.

Según explica Fernando De Trazegnies, esta norma consagra el principio subjetivo de responsabilidad extracontractual, según el cual, salvo por los supuestos de excepción previstos en otras normas del Código, la indemnización a favor de la víctima se hace efectiva en tanto exista dolo o culpa del causante¹¹⁸.

Pues bien, las reglas sobre responsabilidad de administradores que hemos desarrollado son también normas de responsabilidad civil. Y como tales, deben seguir los criterios delineados por las reglas generales que acabamos de ver. No obstante, y como veremos a continuación, existen ciertos sectores de la doctrina que cuestionan la aplicabilidad de estos criterios de atribución de responsabilidad bajo ciertos supuestos. Nos referimos específicamente a la denominada “culpa infraccional”.

Esta clase de culpa (infraccional) constituye una excepción al principio de responsabilidad subjetiva. Como decíamos, el criterio de la responsabilidad subjetiva supone que, para ser merecedora de responsabilidad, la conducta del agente debe al menos ser negligente. Caso contrario, de no mediar dolo ni negligencia, no habrá lugar a responsabilidad ni resarcimiento.

La culpa infraccional genera una presunción de culpabilidad para ciertos supuestos. Los defensores de esta categoría plantean su aplicabilidad para los casos en los que el daño ha sido generado a partir de la infracción de una norma. Al haberse configurado el hecho dañoso a partir de la infracción de una norma positiva, la determinación de responsabilidad ya no requiere de una evaluación de culpa, toda vez que esta se halla en la transgresión misma de la norma conocida por el agente infractor.

Tal como explica Francisco Bassi Díaz:

“La culpa infraccional o «culpa contra la legalidad» es un criterio de atribución de responsabilidad civil extracontractual o categoría especial de culpabilidad que consiste en imputar la contravención de una norma jurídica específica del ordenamiento que establece un deber de cuidado, y de cuya verificación positiva se derivaría como consecuencia o efecto jurídico paradigmático una presunción general de culpabilidad en favor de la víctima del daño, la que impondría, al agente

¹¹⁸ DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. *La Responsabilidad Extracontractual*. Biblioteca para leer el Código Civil Vol. IV. Tomo I. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima: 1998, p. 123.

infractor, la carga procesal de desvirtuarla mediante la acreditación del cumplimiento de la diligencia debida”¹¹⁹.

Trasladado al ámbito societario, la aplicación de este criterio de atribución de responsabilidad abarcaría no solo las infracciones a las normas societarias que rigen los deberes fiduciarios de la administración, sino también a las normas estatutarias de cada compañía. En opinión de Corral Talciani, la única excusa liberatoria de la infracción para los administradores que hubiesen incurrido en dicho tipo de conductas sería que conste su falta de participación u oposición al hecho que dio lugar a la infracción¹²⁰.

Para este autor, hay ciertos supuestos en los que ni siquiera se permitiría que el agente otorgue prueba en contrario de la presunción, y con ello acredite que actuó con diligencia. Se refiere, por ejemplo, al caso de la distribución de dividendos cuando la sociedad arroja pérdidas acumuladas, y al caso de la celebración de acuerdos en conflicto de intereses con directores de la sociedad. Para Corral, este tipo de conductas darían lugar a una responsabilidad sin culpa u objetiva, bastando que se haya celebrado el acto incompatible para que el mismo dé lugar a responsabilidad en el agente.¹²¹

En opinión de Enrique Alcalde, dicha apreciación, y en general la conceptualización de la culpa infraccional como una categoría de atribución de responsabilidad *sui generis*, es errada. Según explica, “(...) *la circunstancia de que la propia ley establezca, y de manera expresa, determinadas presunciones de culpa de los directores de las sociedades anónimas (...) revelaría (...) que el elemento de imputación subjetivo debe hallarse siempre presente*”. Caso contrario –explica Alcalde– el establecimiento de tales presunciones no tendría sentido.

La apreciación de Alcalde es coherente con la forma en que esta institución ha sido regulada en Chile. Sin embargo, su razonamiento no cuestiona la figura de la culpa infraccional en sí misma. Efectivamente, la legislación chilena establece ciertos supuestos en los que se presume la culpa de los administradores (artículo 45 de la Ley de Sociedades Anónimas de

¹¹⁹ BASSI DÍAZ, Francisco. “Culpa Infraccional. Elementos para una perspectiva crítica sobre sus efectos jurídicos en el derecho civil chileno.” En: Revista de Estudios de la Justicia. N° 27, Año 2017. Pp. 37-38. Disponible en: <https://rej.uchile.cl/index.php/RECEJ/article/download/47960/50533/>.

¹²⁰ CORRAL TALCIANI, Hernán. Lecciones de Responsabilidad Civil Extracontractual. Editorial Jurídica de Chile. Santiago: 2013, P. 292. Citado por ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique. Op. Cit. P. 100.

¹²¹ CORRAL TALCIANI, Op. Cit. Pp. 289 y ss.

Chile). No obstante, los supuestos comprendidos en una norma como ésta son limitados, ya que el legislador difícilmente podrá abarcar todos los casos posibles. Por ello, consideramos que la explicación brindada por Alcalde es insuficiente. Esta sirve para descartar la aplicabilidad de la culpa infraccional para el caso específico de la Ley de Sociedades chilena, pero no cuestiona la validez de este mecanismo de imputación de responsabilidad en sí mismo.

Si bien Alcalde se basa en el listado de presunciones de culpabilidad previstas en la Ley de Sociedades Anónimas de Chile, su argumento en sí no desvirtúa una aplicación general de la culpa infraccional. Para este autor, el hecho de que el legislador haya establecido una presunción de culpabilidad para supuestos que se encuadran en la definición de culpa infraccional, es evidencia de que este elemento (la culpa) no puede estar ausente en ningún supuesto de atribución de responsabilidad.

Estamos de acuerdo con la conclusión a la que llega Alcalde, más no con el orden de sus premisas. Si bien es cierto que la culpa debe estar presente para que aplique una atribución de responsabilidad civil, no es cierto que en los casos de culpa infraccional se prescindiera de este elemento. Al igual que con la tipificación de infracciones culposas de la Ley de Sociedades Anónimas chilena, la culpa infraccional es una regla por la cual se establece una presunción relativa de culpabilidad. Es decir, no se trata de una regla por la cual se prescindiera de este elemento. Por el contrario, se trata de uno mediante el cual la existencia de dicho elemento se presume, al invertirse la carga de probar su inexistencia en el demandado.

Ahora bien, volviendo a las normas de responsabilidad de administradores peruanas, nos damos con un supuesto distinto al de las normas chilenas a las que se referían los autores que hemos citado. Como decíamos, la regla de responsabilidad subjetiva prevista en el artículo 177 de la LGS establece que los administradores responden por los daños y perjuicios que causen, por acuerdos contrarios **(i)** a la ley, **(ii)** a los estatutos, o **(iii)** por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.

Si bien se pueden dar argumentos en defensa del sistema subjetivista de responsabilidad civil previsto en nuestro ordenamiento, consideramos viable, también, una lectura distinta. A diferencia de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile, la LGS no establece presunciones de culpa para infracciones a ningún tipo de deberes de la administración. Por el contrario,

el artículo 177 de la LGS, en el que se establece la regla general de responsabilidad de administradores, es ambiguo al regular el criterio de imputación subjetiva.

Como hemos podido apreciar, la norma hace referencia a tres supuestos distintos: **(i)** los daños y perjuicios causados por infracciones a la ley, **(ii)** los daños y perjuicios causados por infracciones a las normas del estatuto y **(iii)** los daños y perjuicios causados por actos realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Si bien, bajo una interpretación sistemática, se aducirá que se trata de un error en la redacción de la norma; y que, si bien el legislador utiliza el disyuntivo “o”, en realidad la norma debió establecer que todas las conductas establecidas presuponen la existencia de dolo o negligencia grave; lo cierto es que el texto de la norma no hace tal precisión.

Si leemos el artículo 177 haciendo notar esta disyunción, la norma puede ser leída de la siguiente manera: *Los directores responden ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros, por los daños y perjuicios que causen por actos realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Asimismo, los directores responden de la misma manera por los acuerdos o actos contrarios a la ley o al estatuto.*

En nuestra opinión, esta lectura literal del artículo 177 permite apreciar la estrategia dual de imputación diseñada por el legislador en materia de responsabilidad de administradores. Por un lado, responsabilidad subjetiva como régimen general de atribución de responsabilidad; pero, además, estableciendo una presunción –tácita, si se quiere– de culpabilidad para los casos de transgresión normativa y/o estatutaria.

Ello no ocurre, por ejemplo, en el artículo 41 de la Ley de Sociedades Anónimas chilena, la que establece que: *“Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables”*. A diferencia de su par peruana, la norma chilena deja sentado el criterio subjetivo de atribución de responsabilidad para todos los casos de responsabilidad.

Si bien es cierto que el artículo 171 de la LGS¹²² establece también un estándar de diligencia aplicable a los administradores, como bien apunta Elías, se trata de una obligación genérica del administrador, cuyos efectos no podrían reemplazar el régimen de responsabilidad establecido en el artículo 177 bajo comentario¹²³.

En consecuencia, y sin perjuicio de los argumentos antes brindados, la ambigüedad en la redacción del artículo 177 permite una interpretación a favor del criterio de la culpa infraccional. Como hemos visto, este criterio de imputación de responsabilidad genera una inversión de la carga de la prueba (vía presunción de culpabilidad) para los casos en que el administrador infringe las normas de conducta que lo vinculan directamente¹²⁴. Pues bien, el artículo 177 de la LGS no solo consagra el criterio de imputación de responsabilidad subjetiva para las infracciones dolosas y negligentes a cargo de directores, sino que además pareciera consagrar una regla distinta para los daños causados por infracciones normativas y/o estatutarias. Una interpretación en este sentido favorecería el criterio de la culpa infraccional, en tanto que la redacción de esta norma atribuye la misma consecuencia jurídica (responsabilidad solidaria e limitada) para ambos supuestos (infracciones dolosas y negligente, e infracciones normativas y estatutarias).

(ii) ¿Y la responsabilidad objetiva?

En materia de derecho societario casi no hay supuestos de responsabilidad objetiva. No obstante, una norma relativamente reciente, que establecía un criterio objetivo de imputación de responsabilidad, fue objeto de algunos comentarios en la doctrina nacional. En el año 2013 se publicó la Ley 30050. Dicha norma, entre otras disposiciones, modificó el artículo 3 de la Ley 29720 -Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales-. El artículo 3 de la Ley 29720 fue modificado en los siguientes términos:

“Artículo 3. Responsabilidad de los directores

Los directores de los emisores con acciones representativas del capital social inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente ante la sociedad y los

¹²² **“Artículo 171.- Ejercicio del cargo y reserva** Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal (...)”.

¹²³ ELÍAS LAROZA, Op. Cit. P. 459.

¹²⁴ BASSI DÍAZ, Op. Cit. P. 39.

accionistas por los daños y perjuicios que causen por adoptar acuerdos que no privilegien el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, respecto de transacciones en las que se presenten las siguientes características:

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

(...)

*Corresponde al juez determinar los daños y perjuicios causados, **sin que sea necesario determinar la existencia de culpa o dolo en la actuación de los directores.** (...)* (El énfasis es nuestro).

Como se puede apreciar, la norma señala expresamente que la determinación de los daños se hará sin que sea necesaria la atribución de responsabilidad por culpa o dolo del agente infractor. Sobre dicha norma, Freddy Escobar ha señalado que: *“La Ley es única en el mundo. Si bien existen regímenes de responsabilidad objetiva para algunos pocos supuestos estrictamente definidos (por ejemplo, el reparto de dividendos ilegales), ningún Estado se ha atrevido a imponer a los directores un régimen general de responsabilidad objetiva”*¹²⁵.

Ciertamente, la norma bajo comentario da lugar a un régimen excepcional de imputación de responsabilidad para directores. Sin embargo, es importante reconocer que su aplicación se limita a un supuesto muy específico. Tal como señala la norma, se deberá tratar de: *“acuerdos que no privilegien el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados”*, en los que además: **(i)** una de las partes deberá ser la sociedad emisora, **(ii)**

¹²⁵ ESCOBAR ROZAS, Freddy. “El perverso efecto de la responsabilidad objetiva: el caso de los directores de las sociedades que cotizan en bolsa”. En: THEMIS N°62, P. 206. Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9021>. Revisar este trabajo para un mayor detalle sobre el fundamento económico de la responsabilidad subjetiva de los administradores.

la sociedad emisora y la contraparte en la transacción deberán compartir a su accionista de control, **(iii)** la transacción deberá haber sido pactada en términos desfavorables para la sociedad emisora y **(iv)** el monto de la transacción deberá involucrar al menos el 10% del valor de los activos de la sociedad emisora.

Sin perjuicio de ello, y considerando el tipo de transacciones que la norma busca sancionar, coincidimos con Escobar en que resulta extraño que el legislador haya establecido un sistema de responsabilidad objetiva. En primer lugar, porque el supuesto regulado en esta norma también se encuentra comprendido dentro de los supuestos sancionados por el artículo 51 de la LMV, el cual no establece un régimen de responsabilidad objetiva. En tal sentido, de producirse alguno de estos supuestos, se tendría que aplicar, por especialidad, esta norma, y no la LMV.

En segundo lugar, considerando que la responsabilidad objetiva desincentiva de manera más drástica las conductas sancionadas, es extraño que el legislador haya optado por establecer este mecanismo de responsabilidad para este tipo de transacciones entre partes vinculadas. Como hemos visto, el segundo requisito de la norma es que la transacción se haya celebrado entre compañías que compartan un mismo accionista controlador. Es decir, podría tratarse de una operación en el marco de una estrategia de grupo económico, y que, bajo la aplicación del artículo 51 de la LMV, requiera únicamente la aprobación por parte de los directores independientes, o (a lo mucho) de un *fairness opinion*. La norma, sin embargo, se desentiende totalmente de las reglas de procedimiento establecidas en la LMV y sanciona con responsabilidad objetiva a los directores involucrados en la decisión.

Por este motivo, consideramos que el artículo 3 de la Ley 29720 es una norma asistemática, que se contrapone al régimen general de imputación de responsabilidad subjetiva previsto por nuestro ordenamiento; y que, además, tratando de generar desincentivos para cierto tipo de conductas, termina perjudicando decisiones de negocio que podrían tener un impacto positivo en las sociedades que cotizan en bolsa. Esto último va referido a la posibilidad de celebrar transacciones entre partes vinculadas que supongan una estrategia dentro de un grupo económico.

2.3.4. La imputación de *responsabilidad para los supuestos de conflicto de intereses en el derecho societario peruano*

En cuanto a las reglas de imputación de responsabilidad, las normas societarias peruanas tienen también distintos criterios dependiendo de los supuestos de que se trate. A continuación, las describiremos brevemente, así como a sus principales características y diferencias.

(i) Responsabilidad por daños

Salvo por algunas diferencias menores, los artículos sobre conflictos de intereses previstos por la LGS sancionan de manera similar las infracciones al deber de lealtad. Las dos reglas que se han establecido son: **(i)** responsabilidad por daños y perjuicios y **(ii)** responsabilidad solidaria de los agentes intervinientes. En el caso de los artículos 133 y 179 de la LGS se establece la responsabilidad solidaria –para los accionistas en el caso del 133, y para los directores en el caso del 179–; mientras que en el caso del artículo 180 la responsabilidad es individual para cada director infractor.

Por otro lado, el artículo 133 y el artículo 180 limitan la responsabilidad a los daños y perjuicios que se le generen a la sociedad, mientras que el artículo 179 extiende el ámbito de atribución de responsabilidad a los terceros acreedores afectados.

La siguiente tabla resume las reglas de imputación de responsabilidad antes indicadas:

Normas de Atribución de Responsabilidad en la LGS			
Norma	Responsabilidad solidaria	Responsabilidad individual	Resarcimiento a terceros
Artículo 133	✓	-	-
Artículo 179	✓	-	✓
Artículo 180	-	✓	-

Sobre la omisión al resarcimiento de terceros en los artículos 133 y 180, consideramos que ello no es casual, sino más bien propio de la naturaleza de dichas normas. En estos casos no cabe una indemnización de este tipo, ya que los supuestos previstos en estas normas no buscan proteger los derechos de terceros sino, más bien, limitar la posibilidad de que la sociedad sea defraudada por actos contrarios al deber de lealtad de sus propios administradores. Las infracciones al deber de lealtad suponen actos de desviación de valor de la sociedad hacia la esfera de sus administradores (*tunneling*). Ello impide que personas ajenas a la compañía sufran daños a consecuencia de estos actos y que, por ende, se pueda generar responsabilidad a favor de terceros.

Por otro lado, si bien normas como el artículo 177 o el artículo 179 de la LGS sí contemplan esta posibilidad (responsabilidad frente a terceros), consideramos que estas no podrían ser aplicadas por analogía al artículo 180. Ello, a partir de lo que establece el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil, según el cual las normas limitativas de derechos no pueden ser aplicadas por analogía ni interpretadas de manera extensiva.

Lo mismo aplica para el caso del artículo 179 respecto a la solidaridad. Si bien esta norma reconoce la responsabilidad por daños y perjuicios en cabeza de los directores que incumplan con las reglas dispuestas en dicho artículo, la norma no sanciona con responsabilidad solidaria a los directores involucrados en dicha infracción. Si bien no resulta comprensible la distinción hecha por el legislador para este caso, tampoco es posible aplicar por analogía la solidaridad de los directores responsables, toda vez que la norma no lo prevé expresamente.

(ii) La extensión al beneficio obtenido

A diferencia de las normas de imputación de responsabilidad antes vistas, el artículo 51 de la LMV establece una regla distinta. En su párrafo final, la norma señala:

“Los beneficios que se perciban con infracción de lo establecido en este Artículo deben ser derivados a la sociedad, sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios, ni a la interposición de las acciones penales a que hubiere lugar”.

Este artículo ya no habla solamente de responsabilidad por los daños y perjuicios causados. El resarcimiento comprende, además, el importe de los beneficios que hubiese percibido el

agente infractor. Si bien este tema será desarrollado en extenso en el siguiente capítulo, basta por ahora con mencionar que la doctrina no es pacífica en cuanto a las razones para justificar esta regulación especial.

Por un lado, hay autores que justifican esta clase de responsabilidad en el efecto disuasorio que genera para los administradores (*deterrence*). Los actos expropiatorios de la administración buscan ser desincentivados mediante este tipo de medidas.¹²⁶

Por su parte, otros autores sustentan este mecanismo de imputación de responsabilidad en la naturaleza de la relación que existe entre los administradores y la sociedad.¹²⁷ La naturaleza “*gestoria*” de la relación entre el administrador y la compañía hace que el primero actúe, en todo momento, por cuenta e interés de la segunda. Tal es así, que, aun cuando el primero obtenga un beneficio actuando fuera del alcance de los deberes fiduciarios asumidos frente a la sociedad, tal acto estará enmarcado en la esfera de la representación asumida y, por tanto, corresponderán a la sociedad incluso tales beneficios ilícitamente obtenidos. Esta es la llamada teoría de la atribución, sobre la cual volveremos en el siguiente capítulo.

Por último, hay quienes encuentran la razón en los fundamentos del derecho sancionador. Autores como Cándido Paz-Ares, indican que debe existir una relación inversamente proporcional entre la probabilidad de que una conducta ilícita sea detectada y la magnitud de la sanción atribuida a dicho tipo de conducta. Así, considerando que este tipo de infracciones tienen una escasa probabilidad de detección, hace sentido incrementar el monto de la responsabilidad impuesta a los agentes infractores mediante la suma de los beneficios percibidos. Volveremos sobre este punto en el siguiente capítulo.¹²⁸

Ahora bien, el artículo 51 de la LMV no es la única norma que establece esta regla de atribución de responsabilidad. El artículo 282 del Código de Comercio establece el mismo tipo de consecuencia para el caso de los “factores”:

¹²⁶ A favor de esta postura, SITKOFF, Robert. Op. Cit. Asimismo, revisar SMITH, Lionel. “Deterrence, prophylaxis and Punishment in Fiduciary Obligations”. En: Journal of Equity, 2013, Pp. 87-104. Volveremos sobre este punto en el Capítulo III.

¹²⁷ PAZ-ARES, Cándido. “Anatomía del deber de lealtad”. Trabajo que reproduce una conferencia dictada por el autor en la Conferencia Anual de Uría Menéndez el 21 de febrero de 2014. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>. P. 63. No obstante, veremos en el siguiente Capítulo que el profesor Paz-Ares también se muestra a favor de la función disuasiva de esta sanción.

¹²⁸ Ibid. P. 62.

“Artículo 282.- Autorización para realizar negociaciones del mismo género

Los factores no podrán traficar por su cuenta particular, ni interesarse en nombre propio ni ajeno en negociaciones del mismo género de las que hicieren a nombre de sus principales, a menos que éstos los autoricen expresamente para ello.

Si negociaren sin esta autorización, los beneficios de la negociación serán para el principal, y las pérdidas a cargo del factor”.

Ahora bien, esta norma hace referencia al “factor”, y no al administrador o al director de la sociedad. El factor es la denominación clásica que se le otorgaba al representante mercantil. Históricamente se le conocía como “factor” porque se trataba de la persona que se encontraba al frente de una factoría, entendiendo por ello una fábrica o un local comercial determinado¹²⁹. El término cayó en desuso, ya que el mismo estaba pensado para una realidad comercial en la que el propio establecimiento (entendido como espacio físico en el cual se desarrolla un negocio) constituía el íntegro del negocio, es decir, la totalidad de la empresa. Sin embargo, con el pasar del tiempo, el cambio en la realidad de los negocios y el empleo de nuevos vehículos societarios, la figura del factor mutó, para convertirse en las figuras clásicas de la administración que hoy en día se conocen (gerencia, directorio, etc.).

Tal como indica Rojo, “(...) *no debe existir inconvenientes en atribuir también esta condición [la de factor] a cualquier apoderado general de un empresario individual o social. En este sentido, los gerentes o directores generales de una empresa son también factores aunque no estén al frente de una tienda, almacén u oficina (...)*”¹³⁰.

Como se puede apreciar, el artículo 282 del Código de Comercio es otro ejemplo de esta segunda regla de imputación de responsabilidad. La norma bajo comentario sanciona un supuesto específico de las infracciones al deber de lealtad antes vistas. Se trata de los actos de competencia desleal ejercidos por el factor. Esto es, aquellos supuestos en los que el administrador de la sociedad realiza, por cuenta propia, actividades que compiten con las actividades desarrolladas por la compañía. La norma señala que, en estos casos, si el factor no cuenta con autorización del principal, los beneficios que obtenga le corresponden a este último.

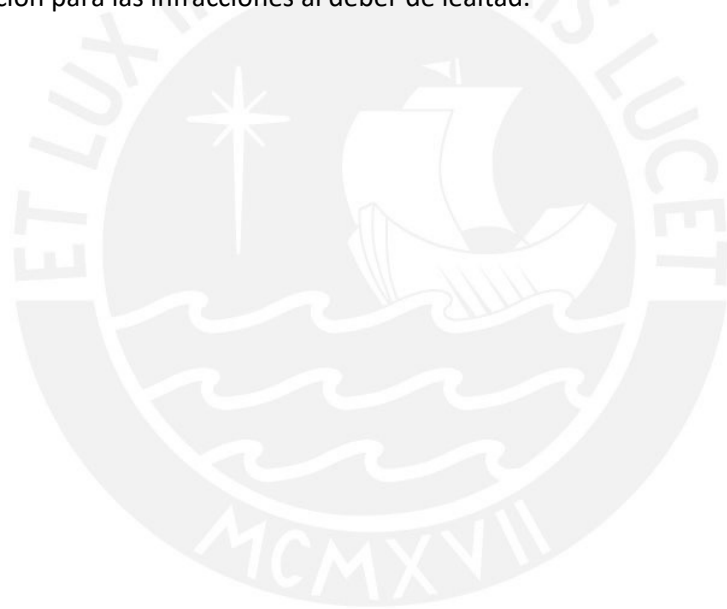
¹²⁹ ROJO, Angel. “La representación en el derecho mercantil” En: URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio. *Curso de Derecho Mercantil*. Editorial Civitas. Madrid: 1999, P. 210.

¹³⁰ Ibid. P. 211.

Al respecto, el Rojo ha señalado lo siguiente:

“La Ley protege al empresario haciendo gravitar sobre este apoderado general la prohibición de hacer concurrencia al principal: el factor no puede realizar por cuenta propia operaciones del mismo género de las que constituyen el giro y tráfico del establecimiento, a menos que esté expresamente autorizado para ello. El incumplimiento de esta prohibición se sanciona dejando a favor del principal los beneficios que la operación produzca y dejan a cargo del factor las eventuales pérdidas”¹³¹.

En consecuencia, el empleo de esta regla de responsabilidad (atribución de beneficios) no es ajena a la realidad de nuestro sistema normativo. Partiendo de dicha premisa, en el siguiente capítulo analizaremos el fundamento de esta regla de responsabilidad y evaluaremos su viabilidad como alternativa de sanción para las infracciones al deber de lealtad.



¹³¹ Ibid. P. 212.

III. EL REINTEGRO DE BENEFICIOS COMO REGLA DE COMPENSACIÓN POR INFRACCIONES AL DEBER DE LEALTAD

3.1. La función de la indemnización por infracciones al deber de lealtad

En las secciones precedentes hemos analizado conceptualmente al deber de lealtad en el derecho corporativo. Hemos visto los supuestos que dan lugar a su aplicación y las consecuencias de su incumplimiento. No obstante, no nos hemos detenido aún en la función que cumple este deber. Para entender el fundamento de este deber fiduciario, y la lógica que subyace al régimen sancionador que trae consigo, iniciaremos la presente sección describiendo las principales funciones que se le atribuyen en doctrina, y su relación con las sanciones a que dan lugar su incumplimiento.

Si bien la doctrina no es pacífica respecto a la función que cumple del deber de lealtad, las funciones que generalmente se le atribuyen son cuatro: (i) disuasión (*deterrence*), (ii) profilaxis o prevención (*prophylaxis*), (iii) la visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses (*interdisciplinary view of conflicts of interest*) y (iv) atribución (*attribution*).

3.1.1. *Disuasión (deterrence)*:

La función disuasiva del deber de lealtad ha sido históricamente el principal fundamento atribuido a este deber fiduciario. Esta función va de la mano con el propósito de los deberes fiduciarios al que nos referíamos al final del Capítulo I. Los deberes fiduciarios surgen como instrumento jurídico para mitigar los costos de agencia. ¿De qué manera? Pues generando desincentivos a través de las consecuencias de su incumplimiento.

Tal como indica Sitkoff:

“(...) el núcleo funcional de este deber fiduciario es la disuasión. El agente es inducido a actuar en el mejor interés del principal bajo la amenaza de responsabilidad ex post en caso de incumplimiento. Al agente se le dan facultades discrecionales, pero las debe ejercer en el mejor interés del principal, bajo pena de responder por los daños generados y beneficios percibidos”¹³².

Por su parte, el profesor Cándido Paz-Ares defiende también la función disuasoria de este deber fiduciario. Según ha indicado: *“De lo que se trata, en última instancia, es de definir una política*

¹³² SITKOFF, Robert. “Economic Structure of Fiduciary Law”. Op. Cit. P. 1043.

conforme con nuestra tradición jurídica capaz de incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad (...) ¹³³”.

Como decíamos, esta posición no es pacífica en doctrina. Uno de los cuestionamientos que se le hace es la idoneidad del deber fiduciario de lealtad como mecanismo de disuasión (*deterrent*). Tal como explica el profesor Lionel Smith de la Universidad McGill de Quebec, el remedio por excelencia a que dan lugar los supuestos de conflicto de intereses es el reintegro de beneficios o “*disgorgement*”, como se le conoce en el derecho anglosajón. Este remedio –según veremos en la siguiente sección– supone la restitución a favor del beneficiario (principal) de las ganancias que obtuvo el agente a partir de la infracción de su deber de lealtad.

No obstante, señala Smith que, desde una perspectiva económica de los incentivos, el reintegro de lo percibido no funciona como un desincentivo capaz de disuadir la conducta desleal:

“Si una persona defrauda a la víctima por una suma de \$500, y la sanción por dicha conducta es que el agente tenga que devolver los \$500 a la víctima, esta sería una medida disuasoria mal diseñada. El efecto sería el contrario: a menos que las chances de detección y la probabilidad de éxito en el litigio sean 100%, siempre habrá un mayor beneficio en el acto de fraude que en la conducta contraria” ¹³⁴.

Según indica Smith, este tipo de regulación se explica en la naturaleza de la responsabilidad civil. Las normas del derecho privado buscan reparar las situaciones y volverlas a su estado original. Se les llama por ello “normas de equidad”. De modo distinto, cuando lo que se busca es disuadir conductas, lo que se utiliza son daños punitivos. No obstante, la función disuasoria no se logra mediante la restitución de beneficios. Al utilizarse un mecanismo equitativo de responsabilidad civil, la posibilidad de disuadir al agente se pierde. ¹³⁵ Como veremos más adelante esta conclusión no es cierta en todos los casos.

En adición a ello, la función disuasoria del reintegro de beneficios es también cuestionada desde una perspectiva de la justicia. Según explica Valsan ¹³⁶, el reintegro de beneficios puede operar sin que se le haya producido un daño efectivo al principal. Bajo su concepción, la función disuasoria

¹³³ PAZ-ARES, Cándido. “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”. En *Ius et Veritas* N° 27. Lima: 2003, P. 209.

¹³⁴ SMITH, Lionel. Op. Cit. P. 5.

¹³⁵ *Idem*. P. 6.

¹³⁶ VALSAN, Remus. “Fiduciary duties, conflict of interest, and proper exercise of judgement” Op. Cit. Pp. 12-13.

obliga a que cualquier beneficio (ganancia) generado por el agente infractor deba ser asignado al principal, aun cuando no se haya producido una efectiva extracción de beneficios (*tunneling*) por parte del administrador.

En palabras de Smith¹³⁷: “De acuerdo con la teoría de la disuasión, el beneficio que, de acuerdo a ley, le corresponde al fiduciario [agente], le es arrebatado y, acto seguido, entregado al beneficiario, a efectos de que se genere el efecto disuasorio, sin importar si el fiduciario incurre, o no, en alguna conducta sancionada [por el deber de lealtad]”.

De acuerdo con este planteamiento, pareciera tratarse de una regla *per se*. Es decir, de una regla que se activa (como mecanismo de disuasión) al margen de si se infringe, o no, el deber fiduciario a cargo del administrador. Como si el hecho de percibir un beneficio durante el ejercicio del cargo de administrador activara una presunción absoluta de infracción al deber de lealtad.

Este tipo de regulación la hicimos notar en la Sección 2.1.3. precedente, al tratar la *no-profit rule*. Según indicamos, para la determinación de responsabilidad en base a esta regla lo importante es que el beneficio percibido por el agente haya sido obtenido a consecuencia y en ejecución de su relación fiduciaria con la compañía. Según apuntan los autores antes citados, esta regla es llevada a un extremo en defensa de la función disuasorio de la que venimos hablando, no permitiendo siquiera que se evalúe si la conducta que dio lugar al beneficio constituye, o no, un incumplimiento a los deberes fiduciarios asumidos.

3.1.2. *Profilaxis o prevención (prophylaxis)*:

Por otro lado, en una argumentación no tan lejana a la que se utiliza para defender el argumento de la disuasión, autores como Langbein¹³⁸ identifican la función del deber de lealtad como una labor profiláctica o preventiva. Si bien el fundamento para la sanción cambia, la regla sancionatoria sigue siendo la misma: “El fiduciario que realiza transacciones con los bienes fideicometidos, para su propio beneficio, será responsable de reintegrar los beneficios aun cuando hubiese pagado el precio justo por dichos bienes”¹³⁹.

¹³⁷ SMITH, Lionel. Op. Cit. P. 6.

¹³⁸ LANGBEIN, John H. “The contractarian basis of the Law of Trusts”. Op. Cit. P. 655- 656.

¹³⁹ Ibid. P. 656.

Como se puede ver, seguimos ante una aplicación conservadora de la *no-profit rule*, solo que bajo un fundamento distinto: ya no es disuasión, ahora es prevención. Lo único que cambia es la justificación de la presunción absoluta a la que nos referíamos. Como bien dice Smith:

“Hay tanta injusticia en este razonamiento como la hay en el argumento de la disuasión. Lo que se propone es que se sancione a una persona, y que sus derechos le sean arrebatados, simplemente porque ha creado el riesgo de que se genere un daño, sin que le sea permitido, al menos, tratar de acreditar que en realidad no hubo daño alguno”¹⁴⁰.

3.1.3. *Visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses (Interdisciplinary view of conflicts of interests):*

De otro lado, desde el análisis conductual del derecho surge una teoría que también busca explicar la racionalidad de las sanciones por quebrantamientos a este deber fiduciario. Nos referimos a la llamada “Teoría Interdisciplinaria de los Conflictos de Intereses” (*Interdisciplinary Theory of Conflicts of Interests*). No obstante, esta teoría apunta más en la dirección de la *no-conflict rule*, que en la de la *no-profit rule*.

Desde una aproximación fundamentalmente ética, la visión tradicional de los conflictos de intereses basa su regulación en el efecto disuasorio de las sanciones. El acto de expropiación configurador de un conflicto de intereses ha sido siempre apreciado como lo incorrecto, por lo que, a través de desincentivos (*deterrence*), se ha tratado de guiar la conducta del agente hacia una actuación conforme a ley.¹⁴¹

De modo distinto, la teoría interdisciplinaria de los conflictos de intereses rechaza la posibilidad de que el problema sea aproximado desde una perspectiva ética. Basada en recientes teorías de las ciencias cognitivas y en estudios sobre la toma de decisiones, esta teoría sugiere que “(...) *los intereses afectan todo, desde la manera en que los individuos evalúan el nivel de gravedad de diversos riesgos y su deseo de algunos objetivos, hasta la manera en que se percibe la causa y el efecto*”¹⁴².

Esta visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses realiza un análisis conductual de la regulación de los conflictos de intereses. A partir de los condicionamientos propios del agente

¹⁴⁰ SMITH, Lionel. Op. Cit. P. 10.

¹⁴¹ VALSAN, Remus. Op. Cit. Pp. 27-28.

¹⁴² NORMAN, Wayne & MCDONALD, Chris. “Conflicts of Interest” En: Edición George G. Brenkert. The Oxford Handbook of Business Ethics. Oxford University Press, 2009, Pp. 441-454. Citado por VALSAN, Remus. Op. Cit. P. 28.

envuelto en una situación de conflicto, se concluye que su proceso de toma de decisiones (*decision making*) estará sujeto a sesgos propios de la psiquis humana, lo que de plano invalida cualquier decisión tomada en tales condiciones.

En otras palabras, si bien la visión interdisciplinaria no parte de la premisa de que el agente afectado por estos sesgos tenderá a perseguir sus propios intereses en lugar de los del beneficiario, sí postula que tales condicionamientos ponen en riesgo su capacidad para tomar decisiones objetivas, que evalúen y midan adecuadamente las consideraciones en las que una decisión se debe basar.¹⁴³

En consecuencia, de acuerdo con esta teoría interdisciplinaria, las decisiones tomadas por administradores con intereses contrapuestos estarán viciadas. Más allá del resultado de la decisión tomada, ya sea que se haya generado un daño para la sociedad o no, el acto o acuerdo adoptado por el administrador con interés en conflicto podrá ser objeto de anulación.

La pregunta que naturalmente surge es si la justificación brindada por esta teoría justifica, además, el otorgamiento de una indemnización por la sola adopción del acuerdo viciado; es decir, más allá de si el acto generó un efecto lesivo en el beneficiario, o no. De ser afirmativa la respuesta, la sanción sería injusta, en los mismos términos en los que se ha planteado este argumento para la función disuasoria y profiláctica. La imputación de daños por infracciones al deber de lealtad requiere, en primer lugar, que se le haya producido un perjuicio al beneficiario; y, en segundo lugar, que dicho perjuicio provenga de un quebrantamiento del deber fiduciario asumido por el agente. Caso contrario, se cae en el absurdo de sancionar sin una causa que lo amerite; solo por generar un efecto disuasorio o preventivo futuro.

En resumen, el fundamento para sancionar supuestos de conflictos de intereses reposa, no en la necesidad de disuadir conductas futuras ni en una labor meramente profiláctica. Bajo esta teoría interdisciplinaria, el cuestionamiento de los actos o acuerdos adoptados por agentes con intereses en conflicto se basa en su incapacidad para tomar decisiones libres de sesgos. Es por ello que, en aplicación de la *no-conflict rule*, se sanciona a estos actos con invalidez o anulación.

Ahora bien, es importante anotar que esta vertiente de la *no-conflict rule* tiene un alcance distinto del que veíamos en el Capítulo II al referirnos a la *scope of business rule* y al *capability test*. Dichas reglas, tributarias también de la *no-conflict rule*, determinan la existencia de conflictos de intereses en su fase concreta; es decir, la existencia de daños ciertos producidos por este tipo de conductas.

¹⁴³ VALSAN, Remus. Op. Cit. P. 31.

De modo distinto, la teoría antes descrita parte de la premisa de que la *no-conflict rule* sirve únicamente para sancionar el correcto ejercicio del juicio (*judgment*) por parte de los agentes fiduciarios. Es por ello que, en su aplicación, los remedios que resultan aplicables son solo aquellos referidos a los vicios de la voluntad de los agentes involucrados en el *decision making*.¹⁴⁴

3.1.4. *Atribución (attribution):*

Como contrapartida a esta concepción de la *no-conflict rule*, se plantea un fundamento distinto que surge, más bien, de la *no-profit rule*, y que sirve como remedio para los supuestos en los que el agente percibe un beneficio durante el ejercicio de sus deberes fiduciarios: la llamada regla de atribución (*attribution*). Bajo esta regla, cualquier beneficio que haya sido obtenido por el agente durante el ejercicio de sus deberes fiduciarios es atribuido al beneficiario, sin importar si el acto por el cual fueron adquiridos tales beneficios constituye, o no, un conflicto de intereses.

En palabras de Smith:

“Usualmente se cree que la no-profit rule da lugar a la restitución de los beneficios obtenidos por el agente a causa de una infracción a sus deberes. Como hemos visto, hay diversas dificultades con esta justificación. La regla [de atribución] es independiente; no requiere la prueba de ninguna infracción. En efecto, opera aun cuando el beneficiario se ha beneficiado y cuando el fiduciario actuó de buena fe y trata de probar que no hubo ninguna infracción a sus deberes (...)”¹⁴⁵

La razón planteada en justificación de este tipo de remedio tiene que ver con la naturaleza de la relación entre el beneficiario (principal) y el agente. En las relaciones fiduciarias el agente actúa a través de poderes, los cuales son ejercidos por cuenta e interés del beneficiario. La ley atribuye al beneficiario todas las oportunidades que sean obtenidas en el marco de la administración delegada de sus asuntos.

Según explica Smith, la naturaleza atributiva de la sanción nace de las características particulares de este tipo de relaciones. Por un lado, los costos administrativos asociados al encargo son asumidos por el principal –en el caso de los administradores este costo estará representado por las compensaciones (dietas en el caso de los directores) más el costo asociado a algún encargo específico–. Por otro lado, el agente tiene deberes de información frente al beneficiario. Este deber

¹⁴⁴ SMITH, Lionel. Op. Cit. P. 14.

¹⁴⁵ Ibid. P. 15.

surge de las normas que regulan este tipo de relaciones. La información que es obtenida por el agente en el ejercicio del encargo es atribuida por mandato de la ley al principal. En consecuencia, si la ley hace que el principal asuma todos los costos administrativos asociados a su encargo, atribuyéndole además los bienes y derechos que son objeto de la administración fiduciaria a cargo del agente, parece lógico que toda ganancia o beneficio obtenido producto de la administración le sea atribuida de la misma manera.¹⁴⁶

Por esta razón, el empleo de criterios de determinación de responsabilidad tales como el *capability test* o la *scope of business rule* no resultan de aplicación cuando se utiliza la *no-profit rule*. Bajo una concepción atributiva de responsabilidad, esta regla parte de la premisa de que cualquier derecho adquirido por el agente en el desempeño de sus labores fiduciarias corresponde originariamente al principal. Por ello, no será objeto de análisis si la sociedad se encontraba en posibilidad de aprovechar el beneficio para sí misma, o si las circunstancias del negocio permitían que el agente tomara la oportunidad para sí mismo, o si de alguna forma la sociedad sufrió un perjuicio. La responsabilidad surge del simple hecho de que, en las circunstancias planteadas, el agente haya obtenido un beneficio mediante la explotación de un bien o de un derecho que no era de su propiedad. El titular era el principal, razón por la cual es a él (y no al agente) a quien corresponde la ganancia obtenida¹⁴⁷.

En otras palabras, lo que hace la teoría de la atribución es devolver al principal todos aquellos bienes o beneficios que fueron tomados ilícitamente por el mandatario, pero que corresponden al mandante originariamente. El agente se ha enriquecido a expensas del principal, y por ello, bajo una aplicación radical de la *no-profit rule*, se le sanciona con la devolución de todos los beneficios que obtuvo de la explotación de tales bienes ajenos.

Desde el derecho continental, Cándido Paz-Ares se adhiere a esta teoría atributiva de la responsabilidad fiduciaria, dando como fundamento la naturaleza “gestoria” de la relación entre el agente y el principal.

Según explica:

¹⁴⁶ Ibid. P. 16.

¹⁴⁷ Regal (Hastings) Ltd. V Gulliver HL 1942. Citado en: SMITH, Lionel. Op. Cit. P.17.

“El fundamento dogmático se halla en la propia naturaleza gestoria de la relación que une al administrador con la sociedad y, en definitiva, en la doctrina del mandato¹⁴⁸ (...). Contra lo que a menudo se piensa, debe aclararse que lo que se recibe en virtud del mandato y no es debido al mandante incluye tanto los pagos de lo indebido realizados por el tercero al mandatario (que han de ser traspasados al mandante porque la acción de restitución del tercero la ostenta frente a él en virtud del efecto representativo directo indirecto del mandato) como las ventajas indebidamente percibidas en el curso de la realización del encargo. Ambos aspectos van unidos y pueden explicarse por la misma idea discursiva del single owner, que es una manera de pensar el resultado de los arreglos negociales entre personas separadas en un mundo con costes de transacción cero y, por tanto, de argumentar o justificar las reglas jurídicas que deben estructurar esas relaciones en el mundo real al objeto de maximizar los resultados de la cooperación. Pues bien, en nuestro caso, este experimento mental exige eliminar de la ecuación al mandatario e imaginar que mandante y mandatario son, en realidad, una misma persona, el principal (...)”¹⁴⁹.

El planteamiento de Paz-Ares se funda en la figura del mandato. En su concepción, el administrador es un mandatario de la sociedad, y por tanto no solo le corresponde a esta última todo aquello que el administrador obtenga en ejercicio de sus funciones, sino además cualquier beneficio que el administrador obtenga en infracción del encargo que le fue dado. Esta consecuencia se funda en la acción de restitución que tiene el tercero frente al mandante en caso de incumplimientos por parte del agente. Como el agente actúa por cuenta e interés del mandante, es este quien responde por cualquier incumplimiento del primero. En otras palabras, si el principal es el responsable frente a terceros de las obligaciones asumidas por el agente en el ejercicio de sus funciones, ello es porque corresponden también a él todos los derechos que aquel hubiese adquirido en tal condición.

En el caso peruano la normativa civil del mandato establece una disposición expresa sobre responsabilidad del mandatario:

“Artículo 1794.- *Si el mandatario utiliza en su beneficio o destina a otro fin el dinero o los bienes que ha de emplear para el cumplimiento del mandato o que deba entregar al*

¹⁴⁸ El profesor Paz-Ares hace referencia a la siguiente norma del Código Civil español:

“Artículo 1720.

Todo mandatario está obligado a dar cuenta de sus operaciones y a abonar al mandante cuanto haya recibido en virtud del mandato, aun cuando lo recibido no se debiera al segundo”.

¹⁴⁹ PAZ-ARES, Cándido. “Anatomía del deber de lealtad”. Op. Cit. P. 63.

mandante, está obligado a su restitución y al pago de la indemnización de daños y perjuicios". (El énfasis es nuestro).

Si bien la norma peruana no describe la condición de "beneficiario final de los derechos y obligaciones adquiridos por el mandatario", como sí lo hace su par española, aquella da un salto al segundo momento y regula directamente la obligación de restitución a favor del mandante: "*Si el mandatario utiliza en su beneficio o destina a otro fin (...) está obligado a su restitución y al pago (...)*".

Si aceptamos que la relación entre los administradores y la sociedad tiene esta naturaleza "gestoria" a la que hace referencia Cándido Paz-Ares, se podría justificar la aplicación de la *no-profit rule* en su vertiente "atributiva de responsabilidad", conforme a lo explicado por Smith.

Como hemos visto, sin embargo, el remedio restitutorio aplicado conforme a la regla de la atribución no se basa en las infracciones incurridas por el agente ni en el daño causado al principal. Este remedio se justifica exclusivamente en el hecho de que el agente obtuvo un beneficio explotando un bien que no era de su propiedad.

Puede ser que a partir de dicha conducta se le case un daño al principal. Es lógico que sea así. No obstante, ese no es el análisis que se hará para determinar si corresponde sancionar con la restitución. Lo importante para determinar que aplique la atribución será (i) si existió una relación de naturaleza gestoria entre el principal y el agente; y, (ii) si, producto de dicha relación, el agente se benefició de la explotación de bienes o derechos de propiedad del principal. De concurrir ambos elementos, el íntegro de los beneficios obtenidos por el agente deberán ser restituidos al principal.

De modo distinto, la norma de restitución establecida para el mandato (art. 1794 CC) es ambigua en cuanto a su aplicación de la *no-profit rule*. Si bien el supuesto de hecho sancionado corresponde a conductas que serían sancionadas bajo la teoría de la atribución ("*Si el mandatario utiliza en su beneficio o destina a otros fines el dinero o los bienes que ha de emplear para el cumplimiento del mandato*"), esta norma no solo sanciona al agente con la restitución, sino que, además, deja abierta la posibilidad de que se reclamen los daños y perjuicios ocasionados ("*está obligado a su restitución y al pago de la indemnización de daños y perjuicios*").

Como se puede apreciar, el legislador peruano prefirió cubrir al mandante por todos los frentes. Por un lado, con la atribución del beneficio; y por el otro, con la posibilidad de reclamar el daño causado. Pareciera, sin embargo, que estos remedios (restitución y compensación) fueran excluyentes entre

sí. Mientras que con uno (restitución), el mandatario se ve obligado a devolver todo el beneficio que obtuvo producto de la explotación de los bienes del principal, con el otro (compensación), el mandatario solo debe pagar el importe del daño que hubiera causado.

A primera vista, pareciera que ambos remedios fueran capaces de alcanzar el mismo fin: restituirle al principal todo aquello que le fue arrebatado por el agente. Más allá del título jurídico (beneficios obtenidos o daños causados) pareciera que estuviéramos ante el mismo fenómeno. Sin embargo, cabe preguntarnos lo siguiente: ¿Es posible que existan supuestos de infracción por parte del agente, en los que el importe de sus beneficios exceda al de los perjuicios que le causó al principal? Si respondemos negativamente, estaremos aceptando que la compensación y la restitución generan el mismo efecto patrimonial en la víctima. Mientras que, si respondemos afirmativamente, tendremos que aceptar que estos remedios no tienen el mismo alcance, lo cual justificaría el establecimiento de mecanismos restitutorios para sancionar cierto tipo de conductas.

Pues bien, antes de responder a esta pregunta, haremos un breve repaso de los supuestos en los que opera la figura de la restitución en el derecho corporativo anglosajón, para luego determinar su aplicabilidad a las normas societarias peruanas.

3.2. ¿Es suficiente la reparación del daño? Razonabilidad del reintegro de beneficios

Uno de los principios base de la responsabilidad civil es el principio de reparación del daño. El derecho civil, y especialmente el régimen de responsabilidad civil previsto en el Código Civil peruano, establecen que el importe de la reparación civil no puede ir más allá del monto del perjuicio causado. Este principio lo encontramos en los artículos 1321 y 1969 del Código Civil, a los cuales nos hemos referido en la Sección 2.3.3. cuando nos referimos al factor de atribución aplicable a la responsabilidad de los administradores.

Al respecto, los hermanos Mazeaud señalan que este principio da lugar a uno de los elementos constitutivos de la responsabilidad civil. A diferencia de la responsabilidad penal, en la que se justifica la imposición de una pena por haberse llevado a cabo una conducta cuyo impacto no puede individualizarse (se genera un daño social), la responsabilidad civil supone la reparación de un daño que sí puede ser individualizado por tratarse de un perjuicio cierto causado a la víctima. Según explican, esto descarta que la sanción privada pueda ir más allá del importe del daño causado.¹⁵⁰

¹⁵⁰ MAZEAD, Henri; MAZEAUD, Léon; y, TUNC, André. *Tratado teórico y práctico de la responsabilidad civil delictual y contractual*. Tomo 1. Vol. I. Ediciones Jurídicas Europa – América. Buenos Aires: 1961, P.p. 293-295.

Desde el derecho peruano, el profesor Fernando De Trazegnies también reconoce el carácter reparatorio de la responsabilidad civil, y la distingue de la llamada teoría de la indemnización punitiva. Según indica:

*“Esta indemnización punitiva o vindicativa o retributiva se presenta cuando, para calcular el monto que debe pagar el demandado al demandante, se atiende antes a la gravedad de la falta que a la naturaleza del daño; si frente a dos daños semejantes, se obliga a uno de los causantes a pagar una indemnización mayor porque tuvo más culpa, estamos ante un caso de indemnización punitiva; cuando ante un daño perfectamente valorizado el juez fija una indemnización mayor que el monto del daño (...) se trata de una indemnización punitiva”.*¹⁵¹(El énfasis es nuestro).

Como hemos podido ver, sin embargo, en el derecho societario hay ciertos supuestos¹⁵² en los que el legislador ha optado por sancionar el incumplimiento del deber de lealtad más allá del perjuicio efectivamente causado a la sociedad. En estos supuestos –decíamos– la indemnización a cargo de los administradores no solo comprende el importe de los daños generados a la compañía, sino además cualquier beneficio que estos hayan obtenido a partir de su conducta infractora.

Si bien la forma en que se ha optado por indemnizar este tipo de infracciones contrasta con el principio de reparación del daño, la racionalidad de este tipo particular de indemnización no pareciera deberse a su carácter punitivo.

Como hemos visto, el punto clave de la indemnización punitiva es el establecimiento del monto indemnizatorio con prescindencia del importe de los daños causados a la víctima. El juez (o el legislador, según cómo lo veamos) determina que cierto tipo de infracciones son más graves que otras, por lo que para aquellas corresponde una sanción por encima del efectivo perjuicio causado a la víctima.¹⁵³

Sin embargo, hemos visto que el reintegro de beneficios (como remedio restitutorio) tiene una lógica distinta. Se restituye el beneficio obtenido, en la medida en que el agente se apropió indebidamente del bien o derecho (bien subyacente) que sirvió de fuente para la ganancia que luego

¹⁵¹ DE TRAZEGNIES, Fernando. La Responsabilidad Extracontractual. Biblioteca Para Leer el Código Civil. Vol. IV. Tomo II. Fondo Editorial de la PUCP. Lima: 1988, P. 50.

¹⁵² Como vimos, este tipo de sanción se encuentra en el artículo 51 de la LMV y en el artículo 282 del Código de Comercio.

¹⁵³ DE TRAZEGNIES, Fernando. Op. Cit. P. 50.

se obtuvo. Se trata, por ende, de un enriquecimiento a expensas de otro, lo cual justifica su devolución al titular del bien subyacente.

La pregunta, entonces, sería: ¿Estamos ante un daño punitivo? Hemos dicho que el carácter punitivo de la indemnización se basa en la falta de equivalencia entre el *quantum* indemnizatorio y el importe del daño causado a la víctima. Bajo dicha premisa, ¿es posible afirmar que la restitución de beneficios por infracciones al deber de lealtad da lugar, o puede dar lugar, a una indemnización por encima del importe de los daños causados a la víctima?

Como se puede apreciar, hemos vuelto a la pregunta que nos hacíamos al final del apartado anterior. No obstante, a efectos de dar una respuesta más esquemática, repasaremos antes, uno a uno, los posibles escenarios de infracción a los que pueden dar lugar las conductas a las que nos venimos refiriendo.

3.2.1. *La restitución en la extracción unilateral de beneficios*

Según hemos visto, el deber de lealtad sanciona los conflictos de intereses. Esto es, aquellos supuestos en los que se produce una extracción de beneficios (*tunneling*) por parte de los administradores de la sociedad.

Vimos, además, que para verificar la presencia de un conflicto de intereses se debe evaluar, en primer lugar, la posición del agente frente la sociedad. De verificarse la existencia de deberes fiduciarios específicos, se debe luego determinar su alcance; es decir, si de acuerdo con la naturaleza de la función desempeñada por el administrador, o de acuerdo con las circunstancias propias del negocio desarrollado por la compañía, existe un mayor o menor grado de libertad para que el agente actúe sin contravenir los deberes fiduciarios que asumió (*scope of business rule*).

Tras realizar este análisis, existen dos posibles escenarios: (a) que el administrador haya actuado en ejercicio legítimo de sus derechos (fuera del alcance de los deberes fiduciarios asumidos) o (b) que el administrador haya infringido sus deberes fiduciarios. Únicamente si estamos en este segundo escenario nos encontraremos ante un conflicto de intereses.

Desde una perspectiva patrimonial, las alternativas serían las siguientes.

- (a) Si el agente actuó en ejercicio legítimo de sus derechos (fuera del alcance de sus deberes fiduciarios), entonces (i) no se habrá producido un perjuicio patrimonial para la compañía, y (ii)

cualquier beneficio que haya obtenido a partir de su actuación le corresponderá a él legítimamente.

(b) De modo distinto, si el agente actuó en contravención de sus deberes fiduciarios, habrá dos posibles escenarios:

(i) En el primer escenario, por la naturaleza del acto expropiatorio llevado a cabo, el monto del beneficio obtenido por el agente coincidirá íntegramente con el monto del perjuicio causado a la compañía. Estos son los supuestos de *tunneling* –con la excepción del *equity tunneling*– que vimos en la Sección 2.2. Son casos en los que la desviación de valor por parte del administrador puede ser fácilmente traducida en un perjuicio patrimonial cierto sufrido por la compañía.

Un ejemplo de este primer escenario sería el caso del director de una compañía que vota a favor de la celebración de un contrato de suministro en términos favorables a un proveedor vinculado a él. El contrato le generará ganancias a su vinculada, a costa del perjuicio patrimonial causado en la compañía. En este supuesto estaríamos ante un caso de *cash flow tunneling*, en el que el importe de los daños causados será perfectamente cuantificable y, a su vez, coincidirá con el beneficio expropiado por el director.

(ii) En el segundo escenario, el beneficio obtenido por el agente no necesariamente coincide con el monto del perjuicio que le ha sido causado a la compañía. Se produce este supuesto, por ejemplo, cuando el administrador realiza actos de competencia desleal con la compañía o cuando toma para sí mismo oportunidades de negocio que llegaron a él con ocasión de su labor de administrador, y que la compañía podría haber explotado en su propio beneficio.

Pensemos, por ejemplo, en el caso del gerente general de una empresa agroindustrial. El ejecutivo conoce perfectamente el negocio agrícola. Tiene el *know-how* sobre los procesos productivos y además trata directamente con corredores inmobiliarios, de quienes constantemente adquiere terrenos para que la compañía pueda incrementar su producción.

Un buen día, el gerente adquiere terrenos, no para la compañía, sino para él mismo. Con sus conocimientos sofisticados del negocio, desarrolla una plantación de primer nivel en poco tiempo, generando ganancias considerables para su propio fundo.

No hay duda de que el gerente infringió sus deberes fiduciarios. Primero, incumplió su obligación de no competencia frente a la compañía, y además tomó una oportunidad de negocio que no le correspondía.

Ahora bien, ¿cuál es el daño sufrido por la compañía en este caso? Naturalmente, se trata de una oportunidad perdida. El gerente privó a la compañía de la posibilidad que esta tenía de beneficiarse de la explotación de las tierras que él compró para su nuevo fundo. No importa si las tierras no eran de propiedad de la compañía. El gerente tenía el deber (fiduciario) de abstenerse frente a dicha oportunidad de negocio, ya que la compañía, en su calidad de principal, tenía el derecho a que el gerente tomara dicha oportunidad a favor suyo.

Sin ser la compañía propietaria del terreno, esta tenía un derecho prioritario sobre el terreno frente al gerente, lo que explica que aquella se haya visto perjudicada con la conducta del gerente infractor. Perdió una oportunidad de negocio, en tanto dejó de percibir una ganancia futura.

De lo anterior se desprende que el daño sufrido por la compañía será equivalente al valor que se le asigne a dicha oportunidad perdida. Sin embargo, ¿es posible afirmar que las ganancias producidas por el nuevo fundo equivalen al daño sufrido por la compañía? Depende.

Si afirmamos que el importe del daño sufrido por la compañía equivale al costo de la oportunidad que perdió, entonces, para cuantificar el daño se tendrían que proyectar las ganancias que la compañía hubiera obtenido por la explotación del nuevo fundo del gerente. Si tales ganancias resultaran iguales a las obtenidas por el gerente en su nuevo fundo, entonces las ganancias obtenidas por el gerente serían equivalentes al daño que le causó a la compañía.

Pero ¿qué pasaría si el gerente, en su proceso de siembra o cosecha, hubiese implementado una nueva tecnología que le hubiese permitido maximizar la eficiencia productiva de las tierras, generando cinco veces más ingresos de los que la compañía hubiese redituado de contar con las mismas tierras? En este caso, ya no es posible decir que los beneficios obtenidos por el gerente equivalen al costo de la oportunidad perdida por la compañía. Si la compañía hubiese llevado a cabo su proceso de producción sobre las nuevas tierras, hubiese producido “X”. Mientras que, con el proceso de producción implementado por el gerente, el nuevo fundo produjo “5X”.

Como se puede ver, en este caso no aplicaría la regla de la equivalencia. El daño sufrido por la compañía no sería igual al monto de los beneficios percibidos por el gerente. Por ello, si a este caso hipotético le aplicáramos el remedio del reintegro de beneficios, se estaría indemnizando a la compañía por encima del monto del perjuicio que le fue causado. Estaríamos, según las definiciones antes vistas, ante un daño punitivo.

Tal como indican Janssen y Hondius, esta es una típica característica del *disgorgement* (denominación anglosajona para el reintegro de beneficios). En la medida en que la ganancia obtenida por el agente no se calcula en función del daño sufrido por el principal, se pueden presentar escenarios en los que la primera supere con creces el monto del segundo.¹⁵⁴

En consecuencia, el remedio compensatorio y el restitutorio no necesariamente tienen el mismo alcance ni producen los mismos efectos. Si bien en ambos casos se sancionan conductas que (en la mayoría de supuestos) generan perjuicios patrimoniales en víctimas determinadas, se trata de figuras indemnizatorias independientes, la una de la otra.

Los profesores Luis Díez-Picazo y Antonio Guillón han señalado que la figura de la restitución proviene de una institución del Derecho Justiniano llamada “*actio in rem verso*”. A través

¹⁵⁴ HONDIUS, Ewoud y JANSSEN, André. “Disgorgement of profits: gain-based remedies throughout the world”. En: General Reports of the XIXth Congress of the International Academy of Comparative Law. Junio de 2017. Capítulo 26. P. 475. Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/318141879_Disgorgement_of_Profits_Gain-Based_Remedies_Throughout_the_World/link/59f2f6f4aca272cdc7d0363f/download.

de esta acción, el demandante podía reclamar una ventaja o un beneficio patrimonial que había sido obtenido del patrimonio de un tercero. Más adelante, Savigny recoge instituciones similares del Derecho Romano y concluye que *“todos estos casos tienen entre sí, en común, el aumento en un patrimonio por disminución de otro que o se ha producido sin causa, o ha perdido su causa originaria”*.¹⁵⁵ Según explican Diez-Picazo y Guillón, a partir de dicha comprobación, Savigny identificó un supuesto adicional para esta figura. Aquel en el cual el enriquecimiento sin causa se producía cuando un sujeto se enriquecía a costa del patrimonio de un tercero¹⁵⁶.

Sobre la relación entre esta figura y el derecho de daños, los autores antes citados señalan lo siguiente:

*“Este Derecho [el derecho de daños] trata de resolver el problema del resarcimiento debido por quien culposa o negligentemente causa daño a otro. Acaecido un infortunio, quién debe soportar las consecuencias; esa es la pregunta central. En el genuino Derecho de daños hay daño y no necesariamente enriquecimiento. A la inversa, podemos encontrar fenómenos de enriquecimiento injustificado en los que no puede hablarse de daño en sentido técnico. (...) Se trata fundamentalmente de los supuestos de intromisión o invasión en el ejercicio de un derecho que es ajeno. Por ejemplo, el titular de una concesión minera excava y extrae mineral de terrenos pertenecientes a un concesionario limítrofe; se utiliza sin autorización la propiedad intelectual o industrial ajena. El derecho del enriquecimiento funciona además aunque el daño no se haya producido”*¹⁵⁷.

Como se puede ver, los profesores Diez-Picazo y Guillón siguen el razonamiento planteado por Smith que vimos atrás. Los remedios restitutorios no requieren de una imputación de daños para poder ser aplicados. Lo que estas conductas buscan sancionar es el aprovechamiento indebido de derechos ajenos. Se sanciona la explotación no autorizada de bienes o derechos de terceros, lo cual genera que, en ocasiones, el importe de los daños causados no coincida con el monto del beneficio obtenido por el agente infractor.

¹⁵⁵ DIEZ-PICAZO, Luis y GUILLÓN, Antonio. *Sistema de Derecho Civil*. Vol. II. Tecnos. Madrid: 1992. P. 573.

¹⁵⁶ *Idem*.

¹⁵⁷ *Op. Cit.* Pp. 575-576.

3.2.2. El “disgorgement” como figura aplicable a la restitución de beneficios

Pues bien, el reintegro de beneficios se encuentra bastante más difundido en el derecho anglosajón. En estos ordenamientos se le conoce como “disgorgement” o como “restitution for wrongs”. El *disgorgement* es uno de los remedios restitutorios previstos en el *Common Law*, en oposición a los remedios compensatorios. Para que entender mejor los alcances de este remedio, describiremos brevemente las diferencias entre estos dos mecanismos indemnizatorios: (i) la compensación (*compensation*) y (ii) la restitución (*restitution*).

La reparación de daños en el derecho anglosajón (*compensation*) tiene características muy similares a la prevista por el derecho civil continental. Según indica Smith, “(...) se trata de un remedio que apunta a restaurar al demandante aquello que perdió como resultado de una infracción a cargo del demandado”¹⁵⁸. Al igual que en el caso de la reparación civil, la *compensation* tiene naturaleza equitativa. Busca reponer las cosas al estado anterior al momento en que se le generó un daño a una persona.

De modo distinto, la restitución (*restitution*) es un remedio que apunta a remover de la esfera del demandado aquello que percibió a costa del demandante. Según explica Smith, este remedio no implica necesariamente la generación de un daño ni de un incumplimiento a cargo del agente. Resulta aplicable, por ejemplo, para los casos de enriquecimiento sin causa (*unjust enrichment*), en los que no se produce un incumplimiento; como también en otros casos en los que se cometen infracciones (*wrongs*) en contra de la víctima.¹⁵⁹

Ahora bien, Smith explica el *disgorgement* haciendo un contraste con la figura del enriquecimiento sin causa (*unjust enrichment*). Según indica, en los casos de enriquecimiento sin causa se deben cumplir tres requisitos: (i) que se haya producido un enriquecimiento en la parte demandada; (ii) que se haya producido un correspondiente despojo (*deprivation*) en la parte demandante; y, (iii) que el enriquecimiento carezca de una causa legalmente válida (*juristic reason*). La acción de enriquecimiento sin causa, entonces, no requiere que se haya producido ningún tipo de incumplimiento ni infracción en contra del demandante. La acción procede en la medida en que un

¹⁵⁸ SMITH, Lionel. “The province of the Law of Restitution”. En: The Canadian Bar Review. P. 681-682.

¹⁵⁹ Ibid. P. 684.

beneficio de titularidad del demandante ha sido injustamente alocado en el patrimonio del demandado, no siendo necesario que tal alocamiento coincida con una conducta infractora. Ocurre, por ejemplo, en el caso de un pago indebido.¹⁶⁰

No obstante, la restitución no es un remedio exclusivo del enriquecimiento sin causa. Tal como indica Smith, si bien esta acción procede en el caso del enriquecimiento sin causa, ello no obsta para que la misma sea interpuesta por la víctima en casos donde sí se ha producido un incumplimiento o una infracción en su contra. Para este tipo de casos es que cabe el término “*restitution for wrongs*”.¹⁶¹

Se trata, sin embargo, de una acción distinta a la acción de enriquecimiento sin causa. Si bien ambas acciones tienen en común la pretensión de que se le entregue al demandante los beneficios obtenidos por el demandado, se diferencian en que, en la restitución por incumplimiento, el beneficio que busca ser restituido no necesariamente corresponde a uno que fue obtenido del demandante. La acción de restitución por incumplimiento (*restitution for wrongs*) no necesariamente implica la reversión de un beneficio que originalmente se encontraba en la esfera del demandante, como sí ocurre en el caso del enriquecimiento sin causa.¹⁶²

En segundo lugar, explica Smith que la *restitution for wrongs* no requiere la presencia de un daño ni de un perjuicio patrimonial en la persona que lo reclama:

*“El punto de la restitución por incumplimiento es simplemente tomar las ganancias del demandado, las cuales probablemente no provengan del demandante sino de otros. La conexión entre el demandante y los beneficios obtenidos por el demandado no es que tales beneficios hayan venido del demandante (...) La conexión entre el demandante y la ganancia del demandado es que la ganancia se generó con motivo de una infracción llevada a cabo por el demandado, en contra del demandante”*¹⁶³.

Sobre este punto, Hondius y Janssen señalan que, es justamente este elemento el que genera un contraste considerable con los mecanismos compensatorios de indemnización. Según explican: “*En contraste con la concepción compensatoria del daño, en este caso [disgorgement] la indemnización*

¹⁶⁰ Ibid. P. 675.

¹⁶¹ Ibid. P. 684.

¹⁶² Idem.

¹⁶³ Ibid. Pp. 684-685.

se calcula tomando en cuenta únicamente las ganancias percibidas por el agente infractor, y no en el perjuicio sufrido por el principal”¹⁶⁴.

En consecuencia, el único requisito de la acción de enriquecimiento sin causa, que es común a la acción de restitución por incumplimiento, es el primero: Debe existir un enriquecimiento del demandado a costa del demandante, o de lo contrario no tendría sentido solicitar la restitución de los beneficios ilegalmente obtenidos.¹⁶⁵

Por este motivo, Smith concluye su análisis señalando que el término adecuado para referirnos a este remedio en realidad no es la restitución (*restitution*). Haciendo un análisis semántico del término restitución, indica que en realidad la restitución se refiere a una situación mediante la cual algo que se obtuvo de alguien debe ser devuelto. Se debe restituir algo a un estado preexistente.

No obstante, para Smith esto no ocurre en el caso de la *restitution for wrongs*. En los supuestos que dan lugar a la *restitution for wrongs*, la fuente del enriquecimiento del demandado no es el traspaso de riqueza de la esfera del demandante a favor del demandado. El agente infractor se ha enriquecido mediante la explotación de un bien que no le pertenecía –de ahí su infracción–, pero ello no le ha generado a la víctima el despojo de un bien de su propiedad. Por este motivo, el término que este autor le atribuye a esta conducta es el de “*disgorgement*”, que en inglés se refiere a la acción de “dejar ir” (*give up*) algo que fue ilegalmente obtenido¹⁶⁶. La traducción literal al español sería “desembuchar”.¹⁶⁷

Pues bien, hasta acá hemos visto que el *disgorgement* o la *restitution for wrongs* en buena cuenta agrupan las características vistas en la teoría de la atribución desarrollada anteriormente. Dicha teoría hace una aplicación conservadora de la *no-profit rule* para supuestos en los que el agente se ha beneficiado ilícitamente de la explotación de un bien del principal. Del mismo modo, el *disgorgement* aplica para infracciones cometidas por el uso indebido de bienes de propiedad de terceros.

En esa línea, para terminar de entender la lógica detrás de este remedio, a continuación revisaremos algunas jurisprudencias del *Common Law* en las que se le ha tratado.

¹⁶⁴HONDIUS, Ewoud y JANSSEN, André. Op. Cit. P. 475.

¹⁶⁵ Ibid. P. 692.

¹⁶⁶ Ibid. P. 695.

¹⁶⁷ Traducción obtenida de: <http://www.wordreference.com/es/translation.asp?tranword=disgorge>.

A. *Snepp v United States*

En el caso *Snepp v. United States*, la Corte Suprema de los Estados Unidos aplicó principios de derecho fiduciario a un caso de incumplimiento contractual. El señor Snepp tenía un contrato de trabajo con la Agencia Central de Inteligencia de los Estados Unidos (CIA, por sus siglas en inglés), el cual incluía un compromiso de confidencialidad que le prohibía divulgar información relacionada con la CIA, sin el consentimiento previo de la agencia. Snepp incumplió el acuerdo de confidencialidad (*secrecy agreement*) al publicar su libro *Decent Interval's*, en el que relató sus memorias como agente de la CIA durante el final de la Guerra de Vietnam. Tal incumplimiento dio lugar (en otras) a una demanda civil en su contra.¹⁶⁸

La Corte Suprema falló a favor del demandante (la CIA). El voto en mayoría de los magistrados determinó que Snepp no solo había incumplido una obligación de su contrato de trabajo, sino que además había violado su deber fiduciario de confidencialidad. Aplicando el remedio del *disgorgement*, la Corte determinó que todos los derechos de autor y las regalías del libro correspondían a la CIA.¹⁶⁹

El Juez Stevens cuestionó la sentencia de la Corte en su voto singular. El magistrado sostuvo que, dada la naturaleza no-confidencial (*unclassified*) del libro, de haber solicitado Snepp el *waiver* del acuerdo de confidencialidad, la CIA lo hubiese terminado otorgando. Para el magistrado, ello demostraba que las ganancias de Snepp no tenían ningún vínculo con su incumplimiento. Por ello – concluyó Stevens –, bajo el razonamiento de la Corte, “(...) sería el Estado, y no Snepp, quien se enriquecería injustamente si este último fuese obligado a entregar ganancias atribuibles al ejercicio legítimo de su profesión”¹⁷⁰.¹⁷¹

En defensa de la posición del Juez Stevens, Farnsworth ha señalado que la Corte omitió pronunciarse sobre dos puntos relacionados con la causa. En primer lugar: ¿Fue el incumplimiento del deber fiduciario de Snepp la causa de los ingresos que obtuvo por el libro? Considerando que la CIA no podría haberle denegado legítimamente el permiso a Snepp (de haberlo solicitado), las mismas

¹⁶⁸ MEDOW, Jonathan. The First Amendment and the Secrecy State. *Snepp v United States*. En: University of Pennsylvania Law Review. Vol. 130. Pp. 780-781. Disponible en: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=4692&context=penn_law_review.

¹⁶⁹ Idem.

¹⁷⁰ Texto extraído del voto singular del magistrado Stevens de la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *Snepp v United States*. Febrero de 1980. Citado por MEDOW, Jonathan. Op. Cit. P. 782.

¹⁷¹ Ibid. Pp. 781-782.

ganancias podrían haber sido generadas sin ningún incumplimiento. Para este autor, ello demuestra que “*el nexo causal [the essential causal link] no quedó demostrado*”.¹⁷²

Por otro lado, Farnsworth también cuestiona la evaluación realizada por la Corte, en el sentido de no haberse preguntado hasta qué punto no fueron las propias destrezas y habilidades de Snepp las que dieron lugar a las ganancias percibidas. Lo cierto es que la Corte no lo hizo este tipo de evaluación, y a Snepp se le negó cualquier tipo de retribución por su trabajo.¹⁷³

Como se puede apreciar, la Corte hace una aplicación drástica de la *no-profit rule* en su sentencia. Para los magistrados (que votaron en mayoría) bastó (i) atribuirle la calidad de fiduciario a Snepp y (ii) verificar que hubiese obtenido una ganancia, para obligarlo a entregarla al demandante.

Como hemos visto, el *disgorgement* aplica para supuestos en los que el agente incumple una obligación, y con motivo de dicho incumplimiento se hace de una ganancia. Vimos, sin embargo, que el incumplimiento no necesariamente genera un daño en la parte afectada. Basta que se genere una ganancia a partir del incumplimiento para que opere el remedio en favor del beneficiario.

Pues bien, la clave del *disgorgement* está justamente en este aspecto. ¿Debe existir una relación de causalidad entre el incumplimiento (al contrato o al deber fiduciario) y la ganancia generada por el agente infractor para que opere este remedio? En la sentencia del caso *Snepp* es justamente éste el cuestionamiento del Juez Stevens. El razonamiento del magistrado fue el siguiente: La sanción que se le impuso a Snepp (atribución de todos los derechos de autor y regalías de su libro a favor de la CIA) fue infundada, en la medida en que la información que se divulgó en la obra no tenía la calidad de información confidencial. Al no haber información confidencial divulgada, no existió tampoco una infracción al deber fiduciario, lo que descarta que pueda haberse producido una ganancia generada a partir dicha infracción.

En nuestra opinión, dicho razonamiento no es correcto. El contrato de Snepp establecía una prohibición general de uso de información privilegiada. En la medida en que esta hubiera sido obtenida por los agentes durante el ejercicio de sus funciones para la CIA, correspondía a esta agencia levantar dicha prohibición, de no ser dicha información “privilegiada” o “sensible” a

¹⁷² FARNSWORTH, Allan. “Your loss or my gain? The dilemma of the disgorgement principle in breach of contract”. En: Yale Law Journal Vol. 94 (1985). P. 1359. Disponible en: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=6929&context=yjl>.

¹⁷³ Ibid. Pp. 1359-1360.

satisfacción de la CIA. En otras palabras, la CIA era la propietaria de dicha información hasta el momento en que decidiera levantar la prohibición y conceder el uso solicitado por el agente. Podría incluso decirse que existía una presunción relativa de “sensibilidad” sobre dicha información, hasta el momento en que la CIA determinase lo contrario y le concediese al agente el derecho de explotarla para algún fin específico.

Fue por este motivo que a Snepp se le sanciona con *disgorgement*. Más allá de si en el fondo la información era, o no, confidencial, lo cierto es que, en el momento en que se produjo el acto sancionado (difusión no autorizada de información), la información revelada en el libro de Snepp era de propiedad de la CIA. La Agencia no había levantado la “presunción de sensibilidad” ni había concedido a Snepp el derecho de usarla en su beneficio, por lo que la publicación del libro constituyó una explotación ilícita de información de su propiedad.

B. *Attorney General v Blake*

Algo muy similar al caso anterior ocurrió en *Attorney General v Blake*. Este es un caso que fue resuelto por la Cámara de los Lores británica en el año 2001. George Blake fue un agente de la Agencia Británica de Inteligencia (MI6) entre los años 1944 y 1961. No obstante, en el año 1951 se volvió también un espía ruso, pasando a ser un agente doble (*double agent*). En 1961 fue capturado y se le condenó con 42 años de prisión en el Reino Unido. Cinco años después escapó de la prisión británica y huyó a Moscú.¹⁷⁴

En 1989 Blake decidió escribir su autobiografía. La información sobre su época de agente ya no era confidencial, por lo que no le fue difícil conseguir editoriales interesadas en su obra. Al poco tiempo, sin embargo, la corona británica presentó una acción para restringir el pago de regalías a favor de Blake.¹⁷⁵

Attorney General v Blake es un caso emblemático en materia de *disgorgement*, ya que fue el primer caso en el que una corte británica aplicó este remedio para un supuesto de responsabilidad contractual. Tal como explica Edelman, cuando el caso llegó a la Cámara de los Lores, la cuestión

¹⁷⁴ EDELMAN, James. “Fiduciaries and profit disgorgement for breach of contract”. Discurso brindado en la conferencia del *Journal of Equity and Commercial Law Association*, en Sydney, el 30 de marzo de 2012. P. 2. Disponible en: [https://www.supremecourt.wa.gov.au/files/Fiduciaries and Profit Disgorgement for Breach of Contract Edelman J 20120330.pdf](https://www.supremecourt.wa.gov.au/files/Fiduciaries%20and%20Profit%20Disgorgement%20for%20Breach%20of%20Contract%20Edelman%20J%2020120330.pdf)

¹⁷⁵ Idem.

principal era determinar si, producto de la publicación del libro, se habían infringido deberes fiduciarios a cargo de Blake.

No obstante, la Cámara de los Lores no fundó su fallo en la existencia de deberes fiduciarios. De modo distinto, y bajo una argumentación que no resultó satisfactoria para los comentaristas en aquel entonces, la Corte señaló lo siguiente: “*Una guía útil, aunque no exhaustiva [para la aplicación del disgorgement], es la verificación de que el demandante hubiese tenido un interés legítimo en prevenir la actividad lucrativa llevada a cabo por el demandado; y, por ende, en despojarlo de tal beneficio*”.¹⁷⁶

Sin perjuicio de ello, este caso resulta trascendente hasta el día de hoy precisamente por su ambigüedad en cuanto a los fundamentos brindados por la Corte. Si bien la Cámara de los Lores nunca reconoció la existencia de deberes fiduciarios a cargo de Blake, era evidente que su deber de confidencialidad tenía esta naturaleza. En base a ello, Edelman sostiene que esta clase de deberes no es exclusiva de relaciones de mandato ni tampoco de las relaciones fiduciarias arquetípicas (p.e de los contratos de fideicomiso). Por el contrario, para este autor los deberes fiduciarios existen en la medida en que el agente asuma (*undertaking*) un compromiso que dé origen a deberes fiduciarios específicos frente a una persona.¹⁷⁷

C. *Wrotham Park Estate Co LTD v Parkside Homes LTD*

En el caso *Wrotham Park Estate Co LTD v Parkside Homes LTD*, la demandada (Park Side Homes LTD) era una compañía inmobiliaria que adquirió un terreno con una carga a favor de los terrenos colindantes de propiedad de la demandante (*Wrotham Park Estate Co LTD*). Se trataba de una suerte de servidumbre convencional, a partir de la cual la demandada se encontraba prohibida de construir sobre las porciones de terreno afectadas con dicha carga. La “servidumbre” fue establecida en el contrato mediante el cual la demandante le transfirió el terreno a la demandada. No obstante, al iniciar con su proyecto inmobiliario, la demandada hizo caso omiso de la carga sobre el terreno, y construyó sobre la porción afectada de todos modos.¹⁷⁸

Ante la demanda de *Wrotham Park*, el Juez Brightman se negó a conceder una medida cautelar que paralizara el proyecto, bajo el argumento de que sería un desperdicio imperdonable de viviendas

¹⁷⁶ Ibid. P. 3.

¹⁷⁷ Ibid. P. 4.

¹⁷⁸ *Wrotham Park Estate Co LTD v Parkside Homes LTD. UK. High Court of Justice (1978)*. Referencias en: RICKETT, Jessica. “Disgorgement for breach of contract: My loss, your gain?”. En: *Auckland University Law Review*, 2001, P. 378.

necesitadas. No obstante, le concedió una indemnización por daños y perjuicios al demandante. Según explicó, la limitación prevista en el contrato le confería a la demandante un derecho exclusivo (*proprietary right*), lo que le daba derecho a que se le reconozcan los daños sufridos a partir del incumplimiento.¹⁷⁹

Según explica Rickett, si bien el Juez Brightman otorgó una indemnización por daños, en realidad el remedio concedido no tuvo tal calidad. En efecto, los terrenos de propiedad de la demandante no se habían visto afectados por la infracción llevada a cabo por la demandada, por lo que, técnicamente, no tenía derecho a una reparación. Sin embargo, el Juez hizo un cálculo aproximado de lo que razonablemente le hubiera costado a la demandada aligerar la limitación prevista en el contrato, y con ello determinó el importe de la indemnización.¹⁸⁰

A nuestro parecer, la opinión de Rickett no es correcta. Si bien los terrenos de propiedad de la demandante no se vieron afectados con la infracción de la demandada, lo cierto es que el derecho (real, si se quiere) que aquella tenía sobre la porción de terreno que no debió haber sido construida por la demandada, sí se vio afectado. Más allá de que la demandante pudiese (o no) realizar actividades económicas sobre dicha porción del terreno, lo cierto es que la demandada se encontraba en la obligación de abstenerse de realizar dichas actividades, y no lo hizo.

Pero, detengámonos un momento en este punto. ¿Cuál fue el remedio concedido por el Juez Brightman? Según explica Rickett, se trató de *disgorgement*, en tanto se le entregó a la demandante una suma de dinero sin haber sufrido un daño. Sin embargo, ya vimos que la demandante sí sufrió un daño patrimonial. La pregunta sería, entonces, si el cálculo hecho por el Juez Brightman para determinar el “valor razonable” del levantamiento de la prohibición para construir puede ser considerado una restitución de los beneficios percibidos por el demandante, o no.

En nuestra opinión, no puede considerarse que tal indemnización tenga naturaleza restitutoria. Si el Juez Brightman hubiera querido restituir a la demandante los beneficios percibidos por la demandada a partir de su infracción, lo que hubiera hecho es concederle el valor neto de los inmuebles construidos sobre la porción del terreno que estaba afecta a dicha limitación. En ese caso, sí se hubiera tratado de un *disgorgement*, en tanto se le hubiera indemnizado a la demandante con

¹⁷⁹ RICKETT, Jessica. Op. Cit. P. 378.

¹⁸⁰ Idem.

el importe de las ganancias percibidas por la demandada producto del quebrantamiento de su deber de abstención.

Por el contrario, el remedio dispuesto por el Juez Brightman tuvo una clara naturaleza compensatoria. El cálculo fue hecho sobre el valor razonable para el levantamiento de la limitación sobre el terreno. Es decir, se le pagó el costo de renunciar a su derecho sobre dicho bien, lo que es igual a decir que se le pagó el valor del bien del cual fue despojada. De esta manera, al haberse pagado el valor del derecho que perdió, lo que en buena se le pagó fue el importe del daño sufrido. Ello evidencia que el remedio no tuvo naturaleza restitutoria, sino exclusivamente compensatoria.

D. Surrey County Council v Bredero Homes LTD

La regla establecida en el caso *Wrotham Park* fue puesta a prueba en el caso *Surrey Council v Bredero Homes LTD*. En este caso la demandante era la autoridad local a cargo de los procesos de titulación de tierras y de las leyes de zonificación locales. El terreno le fue vendido a la demandada (una empresa inmobiliaria) estableciéndose que, por disposición de la autoridad demandante, no podían construirse más de 72 casas en dicho terreno. La demandada hizo caso omiso a esta disposición y construyó 77 casas, generando ganancias por las 5 casas adicionales.¹⁸¹

Al tratarse de una autoridad local, no podría decirse estrictamente que la demandante sufrió daños (individualizables, al menos) producto del incumplimiento. Sin embargo, en su demanda reclamó, alternativamente, (i) el pago de las ganancias obtenidas por los demandados producto de su incumplimiento; o, (ii) en base al precedente sentado en el caso *Wrotham Parks*, el pago del precio que, razonablemente, hubiese supuesto levantar la disposición que limitaba el número de casas construidas.¹⁸²

En su sentencia, la Corte de Apelaciones declaró infundadas ambas pretensiones. Cada magistrado, sin embargo, dio fundamentos distintos. La opinión que interesa para efectos de nuestro análisis es la que emitió el Juez Steyn. Steyn inicia sus considerandos distinguiendo entre los tres tipos de intereses que pueden ser tutelados en una indemnización por responsabilidad civil. Primero, el interés positivo (*expectation losses*), el cual busca colocar al agraviado en la posición financiera en la que se encontraría si el contrato se hubiera celebrado según lo acordado. Segundo, el interés negativo (*reliance losses*), conforme al cual se calculan los costos incurridos y los daños causados al

¹⁸¹ Ibid. P. 379.

¹⁸² Idem.

agraviado a causa del incumplimiento del contrato. Estos mecanismos tienen en común que ambos buscan compensar daños efectivamente sufridos, es decir, se trata de remedios netamente compensatorios.¹⁸³

En tercer lugar, Steyn reconoció también la existencia de “intereses restitutorios” (*restitutionary interests*), cuya tutela no implica la compensación de daños, sino más bien, la restitución¹⁸⁴ de los beneficios obtenidos por el demandado a partir de su infracción al contrato. En esta línea argumentativa, Steyn reconoce la posibilidad de que el *disgorgement* sea utilizado para cubrir estos intereses restitutorios. No obstante, y ante su sorpresa por la facilidad con la que los demandantes solicitaban la atribución de los beneficios obtenidos por los demandados, el Juez Steyn decidió motivar su fallo dejando sentado el carácter absolutamente excepcional de este remedio para el caso de incumplimientos contractuales.¹⁸⁵

El magistrado brindó una lista de cinco razones por las cuales el *disgorgement* no debía ser utilizado como un remedio para este tipo de supuestos¹⁸⁶:

1. El simple hecho de que existan remedios restitutorios no es razón suficiente para emplearlos.
2. Este tipo de remedios, al tomar en cuenta los motivos de la parte infractora, son contrarios al enfoque que tiene el incumplimiento en el derecho de contratos, lo que generaría mayor incertidumbre en la determinación de los daños en las disputas comerciales.
3. Se genera una ganancia arbitraria (*windfall*) en el demandante.
4. Se genera una tendencia a desincentivar las actividades económicas.
5. Al incrementarse el nivel de responsabilidad de las pólizas de seguro, se incrementarían con ello las primas para los consumidores.

La razón brindada por el Juez Steyn para inaplicar el *disgorgement* fue la inexistencia de derechos de propiedad (*proprietary rights*) existentes a favor del demandante. Haciendo una comparación con el caso *Wrotham Park*, el magistrado señaló que, a diferencia de lo ocurrido en dicho caso, en este no se había producido una afectación a los derechos de propiedad de la parte demandante,

¹⁸³ *Surrey Council v Bredero Homes LTD*. Corte de Apelaciones de Inglaterra y Gales. Fundamentos del voto del Juez Steyn. Abril, 1993. Disponible en: <https://www.casemine.com/judgement/uk/5a8ff87a60d03e7f57ec118c>.

¹⁸⁴ Hemos visto, sin embargo, que el término “restituir” no es semánticamente correcto, ya que los remedios que buscan satisfacer este tipo de intereses en realidad no “restituyen”, en el sentido de “devolver aquello que fue ilícitamente obtenido”. En puridad no hay tal restitución. Ver 3.2.2. (i).

¹⁸⁵ RICKETT, Jessica. Op. Cit. P. 381.

¹⁸⁶ *Ibid.* P. 382.

por lo que no correspondía extender la figura del *disgorgement* para este incumplimiento contractual:

*“El presente no es un caso de incumplimiento de deberes fiduciarios. Es un caso de incumplimiento contractual. Los principios que regulan la satisfacción del interés positivo y el interés negativo no pueden ser invocados. Tratándose de un caso de incumplimiento contractual, la única pregunta que cabe es si la restitución sería un remedio adecuado. Sin embargo, el caso no involucra una afectación a los intereses del demandante relativos a sus derechos de propiedad (property interests) ni siquiera en el sentido más amplio. Por este motivo, mi fallo es que no se le reconozca un remedio restitutorio a la parte demandante, así como ningún tipo remedio”*¹⁸⁷.

Sobre el concepto de *proprietary rights* utilizado por los jueces Steyn y Brightman, Ricketts nos brinda una definición que no dista mucho de la definición civilista de derechos reales. Según explica, los derechos de propiedad son derechos sobre bienes (*rights in rem*), y se distinguen de los derechos personales (*rights in personam*) en el hecho de que estos últimos son exigibles frente a una persona o a un grupo de personas; mientras que los derechos de propiedad o derechos reales son exigibles *erga omnes* (*enforceable against the world*).¹⁸⁸

Pues bien, en el caso *Wrotham Park* la discusión versó sobre el alcance de un derecho convencional que recaía sobre un bien. Como indica Ricketts, los efectos de tal derecho, pese a haber sido creado de manera convencional, sobrepasaban a la otra parte contractual. Tratándose de un derecho sobre bienes, este podría haber sido transferido a cualquier otra persona y, a su vez, tenía la capacidad de excluir a terceros interesada en dicho terreno.

De modo distinto, en el caso *Bredero Homes*, la restricción sobre el terreno no tenía tal calidad. El derecho de la autoridad local, de permitir o denegar el número adicional de casas, no era más que un potestad administrativa que, si bien establecía una carga sobre la empresa inmobiliaria (*Bredero Homes LTD*), no le daba a la autoridad un derecho real (*right in rem*) sobre dicho bien.¹⁸⁹

Según explica Ricketts, la calidad de derecho real (*proprietary right*) de un derecho sobre bienes debe emanar del hecho de que genere obligaciones *erga omnes*. Se debe tratar de un derecho cuyos

¹⁸⁷ *Surrey Council v Bredero Homes LTD*. Op. Cit. Fundamentos de la decisión del Juez Steyn. Considerando final.

¹⁸⁸ RICKETT, Jessica. Op. Cit. P. 385.

¹⁸⁹ Idem.

efectos sobre el objeto puedan ser oponibles universalmente. Por tal motivo –sostiene la autora–, el razonamiento de Steyn para denegar la restitución de los beneficios a favor de *Bredero Homes Ltd* fue acertado.¹⁹⁰

Para esta autora, la propiedad sobre la ganancia no es el asunto bajo discusión en estos casos, sino la titularidad del agraviado sobre el derecho de propiedad del que deriva la ganancia. La titularidad de la parte agraviada sobre el activo subyacente es la que genera un derecho a que este no sea perturbado. De esta manera, los actos de la parte infractora de generar una ganancia a través del uso ilegítimo del activo ajeno constituyen una perturbación directa contra el derecho de propiedad del agraviado y, por tanto, un incumplimiento merecedor de responsabilidad en la parte infractora.¹⁹¹

Como se puede apreciar, la opinión de Rickett no sigue la línea de *Attorney General v Blake* en cuanto al otorgamiento de *disgorgement*. Como vimos en este caso, la Corte fundamentó el otorgamiento de la restitución en el hecho de que la Corona Británica tenía un interés particular en que Blake no lucrara de la información privilegiada que había obtenido. Como indica Edelman en su comentario a la resolución: “*Blake tenía el deber (...) de no divulgar la información confidencial obtenida durante su empleo. Tal deber necesariamente incluía el deber de no lucrar con la divulgación de dicha información*”¹⁹².

En este caso, la Cámara de los Lores fue cuidadosa en no atribuirle deberes fiduciarios a Blake, dado que, a su entender, tales deberes no podían ser extendidos una vez concluida la relación que dio lugar a los mismos. En otras palabras, como Blake ya no trabajaba para el MI6, la razón para atribuirle responsabilidad no podía ser la existencia de un deber fiduciario frente a esta Agencia.

Edelman, sin embargo, no comparte dicha opinión. En su concepción, el deber fiduciario de Blake se mantenía vigente aun cuando su relación laboral hubiese terminado años atrás. El autor se basa en diversas autoridades según las cuales el deber de confidencialidad, a diferencia de otros deberes fiduciarios, sí sobrevive a la terminación de la relación fiduciaria¹⁹³.

¹⁹⁰ Ibid. P. 386.

¹⁹¹ Ibid. P. 402.

¹⁹² EDELMAN, James. Op. Cit. P. 8.

¹⁹³ Prince Jefri Bolkiah v KPMG (1999 AC 222’Prince Jefri’). Sobre este punto, ver también: CONAGLEN, Mathew “Fiduciary Loyalty”, Hart Publishing, 2010, P. 188.

De modo distinto, el comentario de Rickett para el caso *Bredero Homes* se aleja del criterio del deber de abstención, e introduce un nuevo criterio a considerar para el otorgamiento de *disgorgement*: la existencia de derechos de propiedad exclusivos (*proprietary rights*) sobre los bienes que originan la ganancia ilegal en la parte infractora. Para cerrar esta idea, veremos a continuación el uso que se le da a este criterio en otra jurisprudencia.

E. Attorney-General for Hong Kong v Reid

En este caso, el Concejo Privado del Reino Unido (*Privy Council*) sancionó con una medida cautelar sobre el soborno que le fue pagado a un funcionario público para infringir su deber de lealtad. La medida cautelar dispuesta por el Concejo fue el llamado "*constructive trust*"¹⁹⁴. Un *constructive trust* es una medida cautelar que otorgan las cortes de equidad en el *Common Law*, a partir del cual se crea una suerte fideicomiso a favor del demandante. El demandado se convierte en fiduciario de las ganancias que le genere el patrimonio fideicometido, y estas le corresponden al demandante como si fuera el fideicomisario¹⁹⁵.

Ahora bien, este fallo del Concejo británico ha sido duramente cuestionado por el profesor James Virgo, en cuya opinión las medidas cautelares de esta naturaleza solo se justifican en la medida en que el demandante tenga un derecho de propiedad exclusivo (*proprietary right*) sobre el beneficio obtenido por el demandado. En su opinión, el establecimiento de un *constructive trust* sobre un soborno no cumplía con este requisito, por lo que, si bien el demandado debía responder personalmente por el quebrantamiento de su deber de lealtad, no se justificaba el otorgamiento de esta medida cautelar, la cual además tenía como efecto darle prioridad al demandante frente a cualquier acreedor del demandado.¹⁹⁶

Si bien en ordenamientos de tradición civilista no existe una medida cautelar de la naturaleza del *constructive trust*, es interesante notar la distinción que hace Virgo al comentar el caso *Reid*. Según explica este autor, hay que distinguir entre dos situaciones distintas. Primero, el caso en que el fiduciario se enriquece despojando al principal de un bien de su propiedad u obteniendo de un

¹⁹⁴ VIRGO, Graham. "*Profits obtained in breach of a fiduciary duty: personal or proprietary claim?*" En: The Cambridge Law Journal. Vol. 70, N°3. Cambridge, 2011, P. 502.

¹⁹⁵ HONDIUS, Ewoud y JANSSEN, André. Op. Cit. P. 484.

¹⁹⁶ VIRGO, Graham. Op. Cit. P. 503.

tercero un bien que debía adquirir para el principal. Y, segundo, el caso en que la mera infracción de un deber frente al principal genera el enriquecimiento del fiduciario.¹⁹⁷

Para el autor, solo en el primer caso el demandante tendrá un derecho exclusivo de propiedad (*proprietary right*) merecedor de un *constructive trust*. En relación al caso *Reid*, Virgo no acepta que el principal tuviera un derecho de propiedad sobre el monto del soborno, por lo que, en su opinión, no correspondía que se le otorgue un *constructive trust* sobre la misma. Sin perjuicio de ello, sí reconoce que Reid era personalmente responsable por la restitución de los beneficios que obtuvo a partir de la infracción que cometió.

Ahora bien, sin perjuicio de los requisitos para el otorgamiento de un *constructive trust*, es importante puntualizar lo señalado por Virgo, en el sentido de que la calidad de *proprietary right* sobre el beneficio ilegalmente obtenido, no es determinante para que al principal se le restituyan los beneficios por el agente. Sí lo es, como hemos visto, para que se le otorgue una medida cautelar como el *constructive trust*, pero ello no quita que el principal tenga derecho la restitución.

Tenga, o no, la calidad de *proprietary right*, el derecho a la restitución proviene del hecho de que el agente se benefició de la explotación de un derecho de propiedad del principal (una titularidad sencillamente). ¿Cuál sería este derecho en el caso de *Reid*? Pues el derecho del gobierno de Hong-Kong, a que sus funcionarios públicos no tomen provecho de oportunidades de negocio que no les corresponden.

Pongamos el caso de una empresa privada para que el ejemplo se entienda mejor. Supongamos que el gerente general de una empresa concesionaria toma un soborno de una empresa competidora para que su representada pierda la licitación de una obra pública. Al igual que en los casos que venimos comentando, el agente ha dispuesto de un derecho que no le pertenecía. ¿Cuál derecho? El derecho a retirarse de la licitación pública, a cambio de una suma dineraria.

La empresa competidora que pagó el soborno al gerente de la otra empresa, podría haber negociado con ésta última su retiro del proceso de licitación. Si bien era un escenario improbable, la empresa estaba en todo su derecho negociar con un competidor su salida del proceso competitivo. Sin

¹⁹⁷ VIRGO, Graham. Op. Cit. P. 503.

embargo, el gerente decidió tomar por propia mano el derecho de la compañía, y explotarlo de manera subrepticia. ¿Estamos ante una infracción al deber de lealtad? Por supuesto.

Como hemos visto, lo que se sanciona en este tipo de infracciones es la explotación no autorizada de un bien o un derecho de propiedad del principal. Al igual que en los casos de aprovechamiento de oportunidades de negocio, la aceptación de un soborno constituye un acto de disposición sobre un derecho que no es de propiedad del funcionario que toma el soborno ni de la empresa que se beneficia del soborno. En nuestro caso, el derecho le pertenece a la empresa que es víctima del acto de soborno.

Según las teorías que hemos visto, ello califica como una infracción al deber de lealtad sancionable con *disgorgement*.

3.3. La restitución de beneficios en el derecho societario peruano

3.3.1. *Aplicación de los presupuestos de la responsabilidad civil*

Durante el desarrollo de este Capítulo III se han quedado algunas interrogantes en el camino, las cuales trataremos de absolver en esta sección final. En primer lugar, trataremos de encuadrar la aplicación de la indemnización restitutoria en la normativa civil en la que (en principio) se basan nuestras reglas de responsabilidad de administradores. En segundo lugar, definiremos si es posible aceptar en nuestro ordenamiento un remedio restitutorio como el *disgorgement* para sancionar infracciones al deber de lealtad. Finalmente, daremos nuestra opinión, desde una perspectiva de política legislativa, sobre la necesidad de contar con una regla de responsabilidad de administradores de estas características.

Como se ha indicado, la indemnización en el derecho civil supone –entre otros elementos– la ocurrencia de un daño cierto. Puede tratarse de un daño directo contra el patrimonio de la víctima, en cuyo caso estaremos ante un daño emergente; o también de la privación de un beneficio futuro para la víctima, en cuyo caso estaremos ante un lucro cesante o una pérdida de la chance. Aún en estos dos últimos casos el beneficio futuro debe ser cierto, y no eventual. Es decir, su potencial materialización debe ser determinada o al menos determinable.

Tal como indican los Mazeaud, el límite para reclamar por responsabilidad civil no va dirigido a “(...) quien posee un interés futuro, sino tan solo al que invoca un interés eventual; tal es el verdadero

*significado de la fórmula*¹⁹⁸. De esta manera, ya sea que se reclame la privación de un beneficio futuro o la pérdida de una oportunidad de beneficiarse, la certeza del daño (en oposición a su mera eventualidad) será determinada de acuerdo a su probabilidad de ocurrencia¹⁹⁹.

En otras palabras, para determinar si un daño futuro es un daño cierto, o no, deberá analizarse si, al momento en que se produjo la privación del beneficio futuro la víctima estaba en posibilidad de aprovechar para sí misma el beneficio. De lo contrario, no estaremos ante un daño cierto, ya que el reclamo de estos daños (futuros) requiere que la víctima haya tenido una posibilidad real de aprovecharlos.

Ahora bien, hemos visto también que no todos los supuestos de conflicto de intereses dan lugar a daños emergentes en el patrimonio de la sociedad. La LGS también contempla ciertos supuestos en los que la compañía sufre daños futuros a partir de infracciones a este deber. Nos referimos a los supuestos en los que el administrador realiza actividades que compiten con las actividades de la compañía, y a los supuestos de toma de oportunidades de negocio.

Sobre este tipo de infracciones, hemos dicho que las mismas generan daños para la compañía, pero que, dependiendo del mecanismo indemnizatorio que resulte aplicable, la sociedad podría terminar recibiendo una reparación por encima del importe de los daños que sufrió. Antes de centrarnos en esta posibilidad, detengámonos un momento en los daños ciertos que sufre la compañía a partir de este tipo de infracciones al deber de lealtad.

La oportunidad de negocio expropiada por el administrador no es otra cosa que la toma de un beneficio futuro de la compañía. Para determinar la certeza de este beneficio, se tendrá que evaluar hasta qué punto se trata de una oportunidad de la cual la compañía podía beneficiarse. De modo similar a lo planteado por la *scope of business rule*, este análisis permite apreciar la certeza del beneficio futuro y, consecuentemente, determinar si existió (o no) un conflicto de intereses pasible de ser indemnizado.

Pues bien, la existencia de un conflicto de intereses bajo estas causales (y bajo cualquiera de las que hemos visto en realidad) supone la realización de un acto por parte de un agente de la sociedad. Un funcionario en ejercicio de sus facultades infringe su deber de velar por el interés de la compañía, y

¹⁹⁸ MAZEAD, Henri; MAZEAUD, Léon; y, TUNC, André. Op. Cit. P. 302.

¹⁹⁹ MOSSET ITURRASPE, Jorge. *Responsabilidad por daños*. Tomo I. EDIAR Sociedad Anónima Editora, Comercial, Industrial y Financiera. Buenos Aires: 1979, P. 153-155.

utiliza su posición de privilegio para tomar una oportunidad en su propio beneficio. En nuestra opinión, éste es elemento clave para determinar la certeza del daño.

Si el beneficio futuro fue tomado por el propio agente de la sociedad, lo más probable es que la compañía haya estado en perfecta posibilidad de aprovechar tal oportunidad para sí misma. Lo usual será que la oportunidad de negocio esté allí para que la sociedad la tome, y que ésta nunca le llega, al ser tomada por el funcionario que, paradójicamente, se encuentra a cargo de aprovechar este tipo de oportunidades en su beneficio. Bajo la definición que veíamos atrás, estaremos ante un beneficio cierto.

De modo distinto, un beneficio eventual (en oposición a uno cierto) será aquel tomado por una empresa competidora. En este caso, precisamente el hecho de que la oportunidad de negocio haya sido tomada por una empresa competidora evidencia el hecho de que la compañía no haya estado en posibilidad de aprovechar tal beneficio futuro para ella misma.

Por tal motivo, en los casos de expropiación de beneficios a manos de un agente, no se trata de un hecho aislado que eventualmente haya podido generarle un beneficio para la compañía. Desde el momento en que es su propio funcionario el que toma la oportunidad para sí mismo, resulta evidente que la sociedad estaba en posibilidad de aprovechar tal oportunidad para sí misma. De lo contrario, esta tampoco habría podido ser aprovechada por su administrador.

Es por ello que, en nuestra opinión, si bien este tipo de infracciones al deber de lealtad no siempre generan un daño emergente directo en el patrimonio de la sociedad, es indudable que sí dan lugar a daños futuros para la compañía, los cuales son perfectamente resarcibles bajo el sistema de responsabilidad civil previsto a nuestras normas.

Pero vayamos de nuevo a nuestro ejemplo del administrador del fundo para ilustrar mejor esta situación. En este ejemplo –decíamos–, el gerente general de una empresa agroindustrial compró tierras para poner su propio fundo. Con ello, quebrantó su deber de lealtad frente a esta empresa, ya que parte de sus labores como gerente era conseguir oportunidades de compra de tierras, para incrementar la capacidad productiva de la compañía.

Bajo las reglas de responsabilidad civil que venimos comentando, es evidente que estamos ante un supuesto de daño futuro. Si bien la oportunidad de negocio fue conseguida por el gerente, él estaba obligado a tomarla, no en su propio beneficio, sino en el de la compañía. Incurrió entonces en una

infracción a su deber de lealtad y, por ende, se puso en una situación de conflicto de intereses (en su faz concreta).

Ahora bien, ¿podemos decir que estamos ante un daño en los términos requeridos por las normas de la responsabilidad civil? Por supuesto. Según se ha indicado, el elemento para determinar la certeza de los daños futuros es la posibilidad de aprovechar el beneficio futuro por parte de la víctima. En tal sentido, si el funcionario de la sociedad a cargo de quien estaba encontrar este tipo de oportunidades de negocio fue capaz de tomar para sí mismo la oportunidad sobre dichas tierras, es evidente que la compañía lo estaba también. En otras palabras, si el agente de la compañía estuvo en posibilidad de tomar dicha oportunidad para sí mismo, entonces la compañía también lo estuvo, en tanto correspondía a dicho agente aprovechar tales oportunidades en beneficio de la compañía, y no en el suyo propio.

Por otro lado, en nuestro ejemplo decíamos que el gerente no solo había adquirido las tierras para poner su propio negocio agrícola, sino que además había empleado una nueva tecnología que le permitía obtener cinco veces (“5X”) la producción que obtenía la compañía defraudada (“X”). Esta nueva variable cambia el escenario planteado, según el mecanismo de indemnización que utilicemos.

Si aplicamos un mecanismo compensatorio de indemnización, entonces corresponderá a la compañía el reintegro del perjuicio que sufrió a partir del acto desleal incurrido por su administrador. Dicho perjuicio –decíamos– está compuesto por la oportunidad perdida, lo cual equivale al importe de las ganancias que la sociedad hubiera generado de haber podido aprovechar tal oportunidad. En tal sentido, a la compañía le hubiera correspondido el reintegro de “X”, ya que su tecnología productiva únicamente alcanzaba para este monto de producción.

De modo distinto, si se aplicara un mecanismo restitutorio, lo que correspondería entregarle a la compañía sería el monto total de los beneficios percibidos por el nuevo fundo del gerente. Es decir, “5X”, y no solo “X”, ya que las ganancias obtenidas por el nuevo fundo ascienden a cinco veces el monto de las que hubiera percibido la compañía de haber podido explotar las nuevas tierras.

Como se puede apreciar, la aplicación del remedio restitutorio supone indemnizar a la compañía por encima del importe de los daños que le fueron causados. Se trataría, por tanto, de una indemnización punitiva.

El problema con aplicar este mecanismo indemnizatorio tiene que ver con el elemento del daño al que nos referíamos al inicio de esta sección. Según indicamos, para determinar la certeza del daño en supuestos de daños futuros, lo que el demandante debe acreditar es la posibilidad real que tenía de tomar para sí mismo el beneficio futuro que le fue arrebatado. De no haberle sido posible aprovechar dicha oportunidad, entonces no podrá alegar que se le privó de la misma.

En esa línea, si en nuestro ejemplo hacemos una aplicación conservadora de la *no-profit rule*, haciendo que el gerente devuelva el íntegro de la producción del nuevo fondo a la compañía, se le estaría devolviendo a esta última un importe mayor al beneficio que, en cualquier caso, podría haber sacado de dicha oportunidad. Es decir, se le estaría indemnizando por encima del monto del perjuicio que se le causó, lo cual contraviene el principio de determinación del daño al que nos referíamos atrás.

Tal comprobación es interesante si se analiza desde el punto de vista subjetivo de los conflictos de intereses visto en el Capítulo II. Al revisar las teorías para determinar supuestos de conflictos de intereses, mencionamos el *capability test* y el *capacity test*. Mientras que el *capacity test* determinaba la existencia de conflictos de intereses a partir de la calidad de “fiduciario” del agente infractor, el *capability test* ponía el énfasis en la capacidad de la sociedad para aprovechar el beneficio tomado por el agente.

Pues bien, la limitación que ejerce el principio de determinación del daño para los supuestos de daños futuros no es sino una aplicación normativa del *capability test*. En efecto, reconocer que los daños futuros indemnizables requerirán que la víctima acredite haber estado en posibilidad de beneficiarse de aquellas oportunidades de las cuales fue privada, equivale a decir que solo existirá un conflicto de intereses en la medida en que la sociedad sea capaz de tomar, por sí misma, el beneficio que le fue expropiado por el agente. Se trata, como podemos ver, del mismo criterio. Tanto el presupuesto de certeza del daño, como el *capability test*, apuntan a lo mismo: limitar la posibilidad de que se indemnice por encima del monto de los daños sufridos por la víctima.

En tal sentido, pareciera que la naturaleza compensatoria de la responsabilidad civil limita la posibilidad de que se apliquen reglas restitutorias para sancionar infracciones al deber de lealtad. No obstante, hemos visto que la naturaleza particular de estas infracciones ha dado lugar a que se establezcan excepciones para este tipo de infracciones. De hecho, tales normas no son ajenas a nuestro ordenamiento, en el cual existe más de un caso en el que se establece este tipo de indemnización particular.

3.3.2. La hora de la verdad: ¿indemnización o restitución?

Naturalmente, esta problemática no resulta sencilla. Por un lado, los principios de la responsabilidad civil a todas luces limitan la posibilidad de que se apliquen remedios restitutorios a las normas de responsabilidad de administradores. Pero, por otro lado, la naturaleza particular de las normas sobre conflictos de intereses pareciera permitir que estas no sean apreciadas desde una perspectiva del daño civil.

Como hemos visto a lo largo de este trabajo, lo que se sanciona en las infracciones al deber de lealtad no es la generación de un daño en el patrimonio de la víctima. Lo que se sanciona es el aprovechamiento indebido de una posición de privilegio.

Tal como indicaba el Juez Cardozo en *Meinhard v Salmon*, la responsabilidad por infracciones al deber de lealtad debe estar orientada a proteger a aquellas personas que no se encuentran en capacidad de defender adecuadamente sus intereses. Precisamente por la situación de disparidad en la que las relaciones de agencia las han colocado, se justifica el estándar especial de responsabilidad al que se encuentran sujetas.

De ello se deriva el tipo especial de responsabilidad que otros ordenamientos le atribuyen a este tipo de conductas. De los ejemplos vistos en este trabajo, resalta el rol que juegan los remedios restitutorios como mecanismos para indemnizar infracciones a este deber fiduciario. El remedio del *disgorgement*, por ejemplo, tiene una lógica distinta a la que se le atribuye a la compensación civil. El objeto de este remedio es devolver a la víctima, el beneficio percibido por el agente infractor a partir de la explotación ilegal de un bien de su propiedad.

Si bien es innegable que a la víctima se le devolverá, en la mayoría de casos, el daño patrimonial que dicha conducta le produjo, el fundamento del remedio no es la reparación del daño, sino la restitución de un bien al cual la víctima tiene derecho.

Como veíamos atrás, Díez-Picazo y Guillón reconocen la aplicabilidad de la restitución para supuestos de enriquecimiento sin causa. Es decir, para supuestos en los que una persona se beneficia de la “*intromisión o invasión en el ejercicio de un derecho que es ajeno*”²⁰⁰. En nuestra opinión, ello es exactamente lo que ocurre en las infracciones al deber de lealtad. El administrador toma para sí mismo una oportunidad de negocio a la cual la sociedad tiene derecho, y se beneficia

²⁰⁰ DIEZ-PICAZO, Luis, y GUILLÓN, Antonio. Op. Cit. P. 575.

de su explotación a costa de la compañía. Se produce, por tanto, un supuesto de enriquecimiento sin causa, que habilita (al menos de manera conceptual) la aplicación de un remedio restitutorio.

Ahora bien, lo cierto es que las normas de la LGS no permiten una interpretación en este sentido. Al contemplar taxativamente la reparación de daños y perjuicios, dicha norma de plano restringe la aplicación de remedios restitutorios para este tipo de infracciones.

Sin perjuicio de ello, y según vimos al final del Capítulo II, existen dos supuestos en la legislación societaria peruana en los que se establecen normas restitutorias de responsabilidad para infracciones al deber de lealtad. En primer lugar, el párrafo final del artículo 51 de la LMV, según el cual: *“Los beneficios que se perciban con infracción de lo establecido en este Artículo deben ser derivados a la sociedad, sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios, ni a la interposición de las acciones penales a que hubiere lugar”*. Y, en segundo lugar, el artículo 282 del Código de Comercio, el cual dispone que los beneficios que obtengan los factores producto de negociaciones llevadas a cabo por cuenta propia y sin la autorización de su principal, *“(…) serán para el principal, y las pérdidas a cargo del factor”*.

Nuestros comentarios a cada una de estas normas se encuentran en la Sección 2.3.1 precedente. Como vimos, ambas establecen sanciones por infracciones al deber de lealtad. Ahora bien, lo interesante de estas normas, es que las reglas de imputación de responsabilidad que establecen contrastan radicalmente con la regulación que la LGS tiene para este tipo de conductas.

Mientras que la LGS no se aleja del principio de responsabilidad integral del daño causado, el artículo 51 de la LMV y el artículo 282 del Código de Comercio van un paso más allá, y sancionan al administrador con la devolución (a la sociedad en el primer caso, y al principal en el segundo) de los beneficios que percibió producto de su infracción.

Tratándose de normas de responsabilidad de administradores, en principio, deberían enmarcarse en la normativa general de la responsabilidad civil. Según hemos visto, ello supondría que, aun en el caso de que se habilite la devolución del beneficio obtenido por el agente infractor, dicho importe no podría ir más allá del beneficio que la compañía hubiera obtenido, de haber podido aprovechar la oportunidad ella misma. Ir más allá de este monto supondría que se le indemnice por encima del perjuicio sufrido, lo cual sería contrario al principio de determinación del daño resarcido.

No obstante ello, las normas bajo comentario son categóricas al descartar esta interpretación. En el caso del artículo 51 de la LMV se señala con claridad que los beneficios obtenidos con infracción a

dicha norma, serán derivados –léase, devueltos– a la sociedad, “*sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios (...)*”. Esta última precisión deja claro que la restitución del beneficio obtenido por el administrador es un concepto distinto del daño sufrido por la compañía producto de la infracción.

Ahora bien, en la Sección 3.2.1. anterior tratamos este punto y señalamos que la aplicación de un remedio restitutorio no se contraponía con la aplicación de un remedio compensatorio, ya que, si bien usualmente coincidían en cuanto a su alcance, podía también darse el caso de que uno abarcara una mayor cantidad que el otro.

Al respecto, nos reafirmamos en tal posición. Si bien puede darse el caso de que la actividad llevada a cabo por el administrador genere un mayor rédito de la que podría generar la compañía, también puede darse el caso inverso en el que el administrador genere una menor ganancia de la que habría generado la sociedad. En el primer caso, la restitución será mayor, y en el segundo la compensación será mayor.

En cuanto al artículo 282 del Código de Comercio, la norma es incluso más drástica. Se señala que corresponderán al principal todos los beneficios que el factor obtenga de negociaciones llevadas a cabo por cuenta propia; y que, por el contrario, cualquier pérdida generada por este tipo de conductas permanecerá en cabeza del factor. El hecho de que esta norma ni siquiera haga referencia a daños y perjuicios, evidencia con mayor claridad su naturaleza restitutoria. La única sanción posible para la infracción es la restitución del beneficio que obtenga el factor producto de las actividades en conflicto que realice.

En cualquier caso, tratándose de normas limitativas de derechos, tanto el artículo 51 (párrafo final) de la LMV como el artículo 282 del Código de Comercio no pueden ser interpretados analógica ni extensivamente. De esta manera, aun cuando el sistema de responsabilidad civil del cual forman parte estas normas tenga principios que se contrapongan a su aplicación bajo ciertos supuestos²⁰¹, no es posible interpretarlas limitando la eficacia del remedio restitutorio dispuesto por el legislador para las mismas.

²⁰¹ Nos referimos al principio de reparación integral del daño y al elemento de la certeza del daño antes descritos, en relación a los supuestos en los que la aplicación de un remedio restitutorio involucra indemnizaciones por encima del perjuicio patrimonial ocasionado.

En ese sentido, si bien las normas de responsabilidad de administradores por infracciones al deber de lealtad, en nuestro ordenamiento, toman predominantemente las reglas del derecho civil tradicional, también existen excepciones en las que se han contemplado mecanismos de indemnización restitutoria para este tipo de conductas. Como hemos podido apreciar, la aplicación de estas reglas de restitución puede dar lugar a que se otorguen indemnizaciones por encima del monto de los daños sufridos por la sociedad. Tales indemnizaciones, en aplicación de las reglas restitutorias antes indicadas, pueden dar lugar a al otorgamiento de indemnizaciones punitivas.

3.3.3. *Comentarios finales*

Al inicio de este Capítulo, repasamos las principales teorías que existen en torno al propósito de la restitución de beneficios. Las justificaciones que vimos fueron cuatro: (i) prevención, (ii) profilaxis, (iii) visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses, y (iv) atribución.

En nuestro análisis, dijimos que la prevención y la profilaxis, como fines de la restitución de beneficios, no eran justificaciones suficientes, en tanto que ambas prescindían de toda consideración de justicia o equidad respecto a la conducta que se sancionaba. En un primer momento, por ejemplo, parecía arbitrario aplicar de manera irrestricta un principio conservador como la *no-profit rule*.

Respecto a la visión interdisciplinaria de los conflictos de intereses, mencionamos que esta se justificaba totalmente, ya que la base de sus premisas se sentaba en análisis científico y estadístico respecto a los condicionamientos propios de la psicología humana. En base a ello, tenía sentido la aplicación de mecanismos de prevención *ex ante*, o de remedios jurídicos destinados a cuestionar la validez o eficacia de los actos llevados a cabo por personas en conflictos de intereses. Dijimos, sin embargo, que esta teoría no podía ser una justificación para la restitución de beneficios, en tanto sus hallazgos incidían en una etapa previa de los conflictos de intereses; a saber, en el momento de la formulación de voluntad del agente (*decision making*).

Finalmente, en cuanto a la teoría de la atribución, mencionamos atrás que esta justifica la indemnización restitutoria en un principio de justicia o equidad. Esta teoría se basa en el principio general del derecho según el cual nadie se puede enriquecer a costa de otro. Con base en dicho principio, la teoría de la atribución plantea que, en los casos en los que un agente se aprovecha de una oportunidad del principal o, de cualquier forma, se beneficia de la explotación de un derecho de su propiedad sin autorización, corresponden al principal los beneficios obtenidos de dicha

explotación ilegal de sus bienes. En la medida en que fue el principal (y no el agente) quien brindó los medios para que tal ganancia se pudiera generar, es a él a quien le corresponde su aprovechamiento y, por ende, quien la puede reclamar vía restitución.

Ahora bien, lo cierto es que este remedio tiene también un componente sancionador. Desde el momento en que el importe de la indemnización se calcula, no en función al daño, sino a partir del beneficio obtenido por el agente, queda abierta la posibilidad de que la indemnización supere el monto del perjuicio patrimonial sufrido por la compañía, dando lugar a lo que en doctrina se conoce como un daño punitivo (*punitive damage*).

No obstante, es innegable que este remedio cumple también un propósito compensatorio. Si bien el criterio utilizado para cuantificar el monto indemnizatorio se enfoca en la ganancia del agente infractor, y no en el perjuicio sufrido por la víctima, es evidente que tomando en cuenta lo primero, en la mayoría de casos se repara también lo segundo.

Sin perjuicio de ello, se reconoce en doctrina que, además de la función compensatoria del *disgorgement*, la principal función de este remedio es la disuasión. Al tratarse de un remedio mediante el cual es posible sancionar al agente infractor yendo directamente contra su ganancia, es natural que se genere un mayor desincentivo del que tendría si el principal solo pudiera reclamar una indemnización por daños.²⁰²

Según indican Ewoud y Janssen, existe actualmente una creciente línea de pensamiento según la cual los mecanismos estrictamente compensatorios no logran desincentivar adecuadamente la ocurrencia de este tipo de infracciones. En su opinión, existe una tendencia, especialmente en jurisdicciones que no prevén mecanismos de indemnización restitutoria, a que los agentes del mercado incumplan contratos y normas jurídicas, ante la verificación de que, en muchos casos, el acto de incumplimiento les es más rentable (o menos oneroso) que el cumplimiento mismo.²⁰³

El estudio realizado por estos autores –el cual forma parte del Reporte General del XIX Congreso Internacional de la Academia de Derecho Comparado– muestra que, en respuesta a dicha problemática, existe una creciente tendencia, especialmente en normas supranacionales, a que se establezcan mecanismos de indemnización basados en restitución de beneficios (*gain-based remedies*). Ejemplos de este tipo de prácticas son el Código Civil Europeo (*Draft Common Frame of*

²⁰²HONDIUS, Ewoud y JANSSEN, André. Op. Cit. P. 501.

²⁰³ Ibid. P. 478.

Reference), el cual establece en su artículo VI-6:01, que, como alternativa para la compensación, “(...) la reparación podrá tomar la forma de restitución del beneficio obtenido por la persona responsable del daño (...)”. De igual manera, los comentarios al artículo 10:101 de los Principios Europeos sobre Responsabilidad Extracontractual (*Principles of European Tort Law*), describen la posibilidad de incluir al enriquecimiento injusto y, con ello, la posibilidad de que se calcule el alcance de la compensación a través del pago de beneficios.²⁰⁴

De la mano con esta línea de pensamiento, durante la elaboración del presente trabajo, el Ministerio de Justicia y Derechos Humanos del Perú publicó en su página web el “Anteproyecto de Reforma a la Ley General de Sociedades”²⁰⁵. Dicho Anteproyecto hace un tratamiento minucioso del deber de lealtad, a diferencia de lo que ocurre actualmente en la LGS. Asimismo, este proyecto de norma propone un tratamiento a la responsabilidad de administradores por infracciones al deber de lealtad similar al que venimos comentando. Naturalmente, un desarrollo integral de las normas de responsabilidad de administradores contempladas en el Anteproyecto excedería de los alcances de este trabajo. No obstante, sí vale la pena, al menos, describir la regulación propuesta en relación a esta clase de infracciones.

En su artículo 48, el Anteproyecto establece lo siguiente:

“Artículo 148.- Deber de lealtad en el ejercicio del cargo

148.1 El director desempeña el cargo con la lealtad de un representante leal, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad, procurando evitar incurrir en conflicto de intereses.

148.2 La infracción del deber de lealtad determina no solo la obligación de indemnizar el daño causado a la sociedad, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento indebido obtenido (...)”.

Como se puede apreciar, la norma da un viraje sustantivo respecto de su antecesora. Siguiendo el modelo de la Ley de Sociedades de Capital española²⁰⁶, el Anteproyecto sanciona al director que

²⁰⁴ Ibid. Pp. 482-483.

²⁰⁵ https://gobpe-production.s3.amazonaws.com/uploads/document/file/194426/04_Anteproyecto_ley_General_de_Sociedades.pdf.

²⁰⁶ “Artículo 227. Deber de lealtad.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.

infringe su deber de lealtad, en adición a los daños y perjuicios que ocasione a la sociedad, con la devolución del “enriquecimiento indebido”.

Pues bien, el enriquecimiento indebido es, justamente, la institución que subyace a la acción restitutoria. Como indicamos en nuestro comentario al artículo 1794 del Código Civil peruano (referido a la responsabilidad del mandatario), la conducta que en dicha norma se sanciona con restitución es, precisamente, el enriquecimiento indebido.

De esta manera, si se llega a aprobar esta reforma a la LGS, se modificaría nuestro actual sistema de responsabilidad de administradores (para infracciones al deber de lealtad), abriéndose la posibilidad de que la sociedad reclame, en los supuestos en que corresponda, la restitución de los beneficios percibidos por el agente infractor.

Ahora bien, como decíamos, es importante que esta norma de responsabilidad vaya de la mano con la indemnización por daños y perjuicios. Si bien no es posible reclamar ambos conceptos a la vez, en nuestra opinión la sociedad debe poder elegir entre uno u otro mecanismo indemnizatorio, a efectos de que (i) los intereses de la sociedad puedan ser adecuadamente tutelados, y (ii) se genere el efecto disuasorio deseado para este tipo de prácticas.

Si bien en la mayoría de casos el importe de las ganancias percibidas por el agente infractor coincidirá con los daños sufridos por la compañía, es posible también que se produzcan supuestos en los que el perjuicio de la sociedad sea mayor al monto de los beneficios obtenidos por el agente, y viceversa.

En definitiva, desde un punto de vista de política legislativa, consideramos que la inclusión a nuestro ordenamiento de un mecanismo de indemnización restitutoria es necesario para generar un desincentivo real a las prácticas de deslealtad corporativa. Si bien coincidimos con el profesor Cándido Paz-Ares, en el sentido de que una reforma del deber de lealtad debe ser acompañada de otras normas que permitan a la sociedad hacer más ágil el reclamo de este tipo de infracciones (por ejemplo, haciendo menos engorroso el procedimiento para interponer una acción social de responsabilidad)²⁰⁷, creemos que la inclusión de un mecanismo de restitución de beneficios para supuestos de infracciones a este deber es un importante paso en esa dirección.

2. *La infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador”.*

²⁰⁷ PAZ-ARES, Cándido. “Anatomía del deber de lealtad”. Op. Cit. Pp. 59-60.

Por ello, desde esta tribuna saludamos la iniciativa tomada por la Comisión Reformadora de la Ley General de Sociedades, y, con cargo a que se lleve a cabo todo el debate necesario para la aprobación del texto final del Anteproyecto, esperamos que se llegue a dar una modificación legislativa en el sentido planteado en este trabajo.



CONCLUSIONES

1. La principal función del gobierno corporativo es minimizar el impacto de las relaciones agente-principal dentro de las compañías. Entre sus herramientas para cumplir con dicha finalidad se encuentran los deberes fiduciarios de la administración: el deber de diligencia y el deber de lealtad. A través de estos deberes, el derecho corporativo delimita funciones y establece responsabilidades para los administradores, buscando siempre mitigar costos de agencia para la sociedad.
2. Ante la incapacidad del principal para hacer valer sus propios intereses (puestos a disposición del agente para un fin específico), el deber de lealtad impone en el agente un estándar de conducta más elevado. De la mano con las funciones de gestión que le han sido encomendadas, el agente asume deberes fiduciarios específicos (e.g. no disfrutar de los bienes del principal, confidencialidad, no realizar actividades en competencia, no aprovechar oportunidades de negocio en beneficio propio, etc.). El quebrantamiento de estos deberes de lealtad da lugar a situaciones de conflicto de intereses.
3. La determinación de un conflicto de intereses implica dos niveles de análisis. En primer lugar, un análisis subjetivo bajo el cual se evalúa la posición del agente involucrado (administrador). En esta primera etapa, se deberán identificar los deberes de lealtad a cargo del administrador, los cuales tendrán que ser apreciables a partir de las circunstancias del negocio y del cargo ejercido por el administrador.

En segundo lugar, se hará una evaluación objetiva bajo la cual se determinará el impacto económico de la conducta en conflicto. Los conflictos de intereses necesariamente implican actos de apropiación indebida por parte del administrador. Por ello, a efectos de que se cumpla con el elemento objetivo de la infracción, el administrador tendrá que haberle generado un perjuicio patrimonial efectivo a la compañía (expropiación de beneficios).

La combinación de ambos elementos (objetivo y subjetivo) determinará la existencia de un conflicto de intereses (en su fase concreta), lo cual dará lugar a responsabilidad en el agente infractor.

4. Las normas societarias peruanas regulan la responsabilidad por infracciones al deber de lealtad de dos maneras distintas: (i) Por un lado, atribuyendo a los administradores los daños y perjuicios que le ocasionen a la sociedad a partir de dichas conductas (art. 178 y art. 179 de la LGS); y, (ii) por otro lado,

atribuyéndoles los daños y perjuicios ocasionados, pero además obligándolos a devolver a la sociedad las ganancias obtenidas a partir de sus conductas desleales (art. 51 LMV y art. 282 Código de Comercio).

5. La regla del reintegro de beneficios tiene su fundamento en el principio del derecho según el cual nadie puede enriquecerse a costa de otro. Bajo esta premisa, cualquier beneficio obtenido por un agente (administrador), a partir de la explotación no autorizada de bienes o derechos de propiedad de su principal (la sociedad), corresponden a este último en su totalidad.
6. A diferencia de los mecanismos compensatorios de indemnización, los mecanismos restitutorios no atribuyen la indemnización en función al monto de los daños causados, sino en función de los beneficios obtenidos por el agente infractor. Este mecanismo de imputación de daños da lugar a que, en determinados supuestos, se pueda indemnizar al principal por encima del monto del perjuicio que sufrió, lo cual se contrapone con la concepción civil de la responsabilidad de administradores (basada en el principio de integridad del daño).
7. Sin perjuicio de ello, consideramos que la naturaleza especial de estas infracciones justifica la aplicación de un mecanismo restitutorio de indemnización. En primer lugar, porque el objeto de estos remedios es sancionar situaciones en las que se produce un enriquecimiento indebido, lo cual ocurre en todos los supuestos en los que se produce un conflicto de intereses. En segundo lugar, porque se trata de un mecanismo indemnizatorio que ya se encuentra regulado, para este tipo de infracciones, en nuestro ordenamiento jurídico. Y, en tercer lugar, porque la experiencia (nacional e internacional) ha demostrado que los remedios compensatorios suelen no ser un verdadero desincentivo para este tipo de conductas. Por ello, con miras a emprender una política de disuasión efectiva, resulta necesario permitir una regla indemnizatoria bajo la cual se comprometan directamente las ganancias generadas por este tipo de infracciones.

AUTORIDADES

I. BIBLIOGRAFÍA

1. ATIENZA, Manuel y RUIZ MANERO, Juan. "Sobre principios y reglas" En: Biblioteca Virtual Miguel de Cervantes. Alicante: 2001, P. 108-109. Disponible en: <http://www.cervantesvirtual.com/obra/sobre-principios-y-reglas-0/>.
2. ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique. *La Responsabilidad de los Directores de las Sociedades Anónimas*. Ediciones UC. Santiago de Chile: 2013.
3. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. "Agency problems, legal strategies and enforcement". Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper N° 644 7/2009. Disponible en: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/
4. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reiner. "The Essential Elements of Corporate Law: What is Corporate Law?" Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper N° 643 7/2009. Disponible en: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/.
5. ATANASOV, Vladimir; BLACK, Bernard y CICCOTELLO, Conrad S. "Unbundling and measuring tunneling" 2014, University of Illinois Law Review.
6. BASSI DÍAZ, Francisco. "Culpa Infracional. Elementos para una perspectiva crítica sobre sus efectos jurídicos en el derecho civil chileno." En: Revista de Estudios de la Justicia. N° 27, Año 2017. Disponible en: <https://rej.uchile.cl/index.php/RECEJ/article/download/47960/50533/>.
7. BEBCHUK, Lucian. "A rent-protection theory of corporatw ownership and control" En: Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business. Discussion Paper Series. Paper 260. Disponible en: http://lsr.nellco.org/harvard_olin/260.
8. CLARK, Robert C. *Corporate Law*. Aspen Law & Business. Apen Publishers Inc. 1986.
9. COFFEE, John. "The rise of dispersed ownership: The role of Law and the state in the separation of ownership and control". En: The Yale Law Journal, septiembre 2001. Disponible en: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=233602.
10. CONAGLEN, Mathew. "Fiduciary Loyalty" Hart Publishing, 2010.

11. CORRAL TALCIANI, Hernán. *Lecciones de Responsabilidad Civil Extracontractual*. Editorial Jurídica de Chile. Santiago: 2013.
12. DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. *La Responsabilidad Extracontractual*. Biblioteca para leer el Código Civil Vol. IV. Tomo I. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima: 1998.
13. DE TRAZEGNIES, Fernando. *La Responsabilidad Extracontractual*. Biblioteca Para Leer el Código Civil. Vol. IV. Tomo II. Fondo Editorial de la PUCP. Lima: 1988.
14. DIEZ-PICAZO, Luis y GUILLÓN, Antonio. *Sistema de Derecho Civil*. Vol. II. Tecnos. Madrid: 1992.
15. EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. "Close Corporations and Agency Costs". En: *Stanford Law Review*, Vol. 38, N°2, enero 1986.
16. EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. "The proper role of a target's management in responding to a tender offer". En: *Harvard Law Review* N°94, abril 1981. Disponible en: http://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles.
17. EDELMAN, James. "Fiduciaries and profit disgorgement for breach of contract". Discurso brindado en la conferencia del *Journal of Equity and Commercial Law Association*, en Sydney, el 30 de marzo de 2012. Disponible en: https://www.supremecourt.wa.gov.au/files/Fiduciaries_and_Profit_Disgorgement_for_Breach_of_Contract_Edelman_J_20120330.pdf
18. ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Editora Normas Legales. Lima: 1999.
19. ESCOBAR ROZAS, Freddy. "El perverso efecto de la responsabilidad objetiva: el caso de los directores de las sociedades que cotizan en bolsa". En: *THEMIS* N°62. Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9021>.
20. FARNSWORTH, Allan. "Your loss or my gain? The dilemma of the disgorgement principle in breach of contract". En: *Yale Law Journal* Vol. 94 (1985). Disponible en: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=6929&context=yj>.
21. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; GARCÍA-PITA, Daniel; y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Antonio. "Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídico-societaria".

- En: GARRIGUES, J&A. *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de la sociedad de capital*. McGraw-Hill. Madrid: 1996.
22. GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas*. Tomo II. Abeledo-Perrot. Buenos Aires: 1995.
 23. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Civitas, 1996.
 24. GARO, Francisco. *Sociedades Anónimas*. Ediar Editores. Buenos Aires. 1954. Tomo II.
 25. GARRETA SUCH, Jose María. *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de las sociedades*. Segunda Edición. Editorial Marcial Pons. Madrid: 1991.
 26. HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reiner. "The End of History for Corporate Law". Yale Law School Working Paper No. 235; NYU Working Paper No. 013; Harvard Law School Discussion Paper No. 280; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-09. Enero, 2000. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=204528> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528>.
 27. HONDIUS, Ewoud y JANSSEN, André. "Disgorgement of profits: gain-based remedies throughout the world". En: General Reports of the XIXth Congress of the International Academy of Comparative Law. Junio de 2017. Capítulo 26. Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/318141879_Disgorgement_of_Profits_Gain-Based_Remedies_Throughout_the_World/link/59f2f6f4aca272cdc7d0363f/download.
 28. HOPT, Klaus J. "Gobierno Corporativo: Un debate nacional e internacional". En: Revista IUS ET VERITAS N° 45. Lima: diciembre 2012.
 29. HOPT, Klaus. "Comparative Corporate Governance. The State of the Art and International Regulation". En: European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 170/2011, Enero 2011. Disponible en: http://ssrn.com/abstract_id=1713750.
 30. JENSEN, Michael y MECKLING, William. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". Disponible en: <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.
 31. KOH, Pearlle. "A director's duty of loyalty and the relevance of the company's scope of business: Cheng Wai Tao V Poon Ka Man Jason" En: Modern Law Review. Vol. 80. 2017.
 32. LA PORTA, Rafael; LÓPEZ DE SILANES, Florencio; y SCHLEIFER, Andrei. "Corporate ownership around the world". En: The Journal of Finance, Vol. 54, N° 2, Abril 1999.

33. LAFFONT, Jean-Jacques y MARTIMORT, David. *The theory of incentives I: The principal-agent model*. Princeton; Oxford; Princeton University Press: 2002. Disponible en: <https://gnunet.org/sites/default/files/Laffont%20%26%20Martimort%20-%20The%20Theory%20of%20Incentives.pdf>.
34. LANGBEIN, John H. "The contractarian basis of the Law of Trusts". En: The Yale Law Journal, Year 1995, Vol. 105. Disponible en: https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1500&context=fss_papers
35. MANNE, Henry G. "Our Two Corporation Systems: Law and Economics". En: Virginia Law Review, Vol. 53, N° 2, Marzo 1967.
36. MAZEAD, Henri; MAZEAUD, Léon; y, TUNC, André. *Tratado teórico y práctico de la responsabilidad civil delictual y contractual*. Tomo 1. Vol. I. Ediciones Jurídicas Europa – América. Buenos Aires: 1961.
37. MEDOW, Jonathan. The First Amendment and the Secrecy State. *Snepp v United States*. En: University of Pennsylvania Law Review. Vol. 130. Disponible en: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=4692&context=penn_law_review.
38. MOSSET ITURRASPE, Jorge. *Responsabilidad por daños*. Tomo I. EDIAR Sociedad Anónima Editora, Comercial, Industrial y Financiera. Buenos Aires: 1979.
39. MOSSET ITURRASPE, Jorge. *Teoría General del Contrato*. Orbir, 1970.
40. NORMAN, Wayne & MCDONALD, Chris. "Conflicts of Interest" En: Edición George G. Brenkert. *The Oxford Handbook of Business Ethics*. Oxford University Press, 2009.
41. OSTERLING PARODI, Felipe. "Inejecución de Obligaciones". Texto disponible en: <http://www.osterlingfirm.com/Documentos/articulos/Inejecucion%20obligaciones%201985.pdf>.
42. PAYET, José Antonio. "OPAs hostiles y medidas de protección". En *Ius et Veritas* N° 23. Lima: 2001.
43. PAYET, José Antonio. En "Transacciones entre partes relacionadas". *Revista Ius et Veritas* N° 48. Lima: 2014.

44. PAZ-ARES, Cándido. "Anatomía del deber de lealtad". Trabajo que reproduce una conferencia dictada por el autor en la Conferencia Anual de Uría Menéndez el 21 de febrero de 2014. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>.
45. PAZ-ARES, Cándido. "La anomalía en la retribución externa de los administradores". En INDRET. Revista para el análisis del Derecho. Barcelona: Enero, 2014, P. 23. Disponible en: <http://www.indret.com/pdf/1037.pdf>.
46. PAZ-ARES, Cándido. "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo". En *Ius et Veritas* N° 27. Lima: 2003.
47. RICKETT, Jessica. "Disgorgement for breach of contract: My loss, your gain?". En: *Auckland University Law Review*, 2001, P. 378.
48. ROJO, Angel. "La representación en el derecho mercantil" En: URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio. *Curso de Derecho Mercantil*. Editorial Civitas. Madrid: 1999.
49. ROSENBLUM, Steven A. "Hedge Fund Activism, Short-Termism, and a New Paradigm of Corporate Governance". En: *The Yale Law Journal*. Abril, 2017.
50. SITKOFF, Robert. "The economic structure of fiduciary law". En: *Boston University Law Review* Vol. 91. Disponible en: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/bulr/documents/sitkoff.pdf>.
51. SMITH, Lionel. "Deterrence, prophylaxis and Punishment in Fiduciary Obligations". En: *Journal of Equity*, 2013.
52. SMITH, Lionel. "The province of the Law of Restitution". En: *The Canadian Bar Review*, Vol. 71, N°4. Disponible en: <https://cbr.cba.org/index.php/cbr/article/view/3628>.
53. STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*. Berret-Koehler Publishers Inc. San Francisco: 2012, Pp. 18-21.
54. THE CADBURY COMMITTEE. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Londres, 1992.
55. VALSAN, Remus. "Fiduciary duties, conflict of interest, and proper exercise of judgement". En: *McGill Law Journal -Revue de Droit de McGill* Vol. 62, 2016.

56. VIRGO, Graham. "Profits obtained in breach of a fiduciary duty: personal or proprietary claim?" En: The Cambridge Law Journal. Vol. 70, N°3. Cambridge, 2011.
57. WANG, Yuan. "Fiduciary duties of directors in the context of going-private transactions to the minority shareholders under Delaware Law". En: University of Georgia Law. LLM Theses and essays. Disponible en: http://digitalcommons.law.uga.edu/stu_llm/53.

II. JURISPRUDENCIA

1. *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, (Del. 1984)
2. *Attorney General v Blake*, 45 (UKHL 2000).
3. *Attorney-General for Hong Kong v Reid*, 2 (UKPC 1993).
4. *Boardman v Philips*, 1967. Appeal Cases. 46, 124. (UKHL 1966).
5. *Chan v Zacharia*, 178 (CLR 1984).
6. *Cheng Wai Tao v Poon Ka Man Jason*, (HKCFA 2016).
7. *Meinhard v Salmon*, 164 N.E., 545, (N.Y. 1928).
8. *Prince Jefri Bolkiah v KPMG*, 222, (AC 1999).
9. *Re Allied Business and Financial Consultants Ltd; O'Donnell v Shanahan*, Civ. 751 (EWCA 2009).
10. *Regal (Hastings) Ltd. v Gulliver*, (UKHL 1942).
11. *Snepp v United States*, 444 US, 507, (1980).
12. *Surrey Council v Bredero Homes LTD*. 3, ALL ER 302 (CA 1993).
13. *Weinberger v UOP, Inc.*, 457 A.2d 701,711 (Del. 1983).
14. *Wrotham Park Estate Co LTD v Parkside Homes LTD*. (EWHC 1978).