

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DEL PERÚ**

Escuela de Posgrado



**GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MARCO
DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS
EMPRESAS: LA IMPORTANCIA DE LOS
DEBERES FIDUCIARIOS Y LA REGULACIÓN**

Tesis para obtener el grado académico de Doctor en Derecho
que presenta:

JOSÉ DEL CARMEN CABREJO VILLAGARCÍA

Asesor:

Dr. Julio Baltazar Durand Carrión

Lima, 2023


Informe de Similitud

Yo, JULIO BALTAZAR DURAND CARRION, docente de la Escuela de Posgrado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) de la tesis titulado **Gobierno Corporativo En El Marco De La Responsabilidad Social De Las Empresas: La Importancia De Los Deberes Fiduciarios Y La Regulación** del autor **José Del Carmen Cabrejo Villagarcía** dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de **19%**. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el 19/04/2023.
- He revisado con detalle dicho reporte y la Tesis, y no se advierte indicios de plagio.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha:

Lima, 26 de abril de 2023

Apellidos y nombres del asesor <u>Durand Carrión, Julio Baltazar</u>	
DNI:06726360	
ORCID: https://orcid.org/0000-0002-2926-1912	
Firma	

A mi esposa Sonia y a mis hijos Jean Pierre y Jose, por todo el apoyo recibido, a quienes dedico esta tesis.

Asimismo, mi agradecimiento especial al Doctor Julio Durand Carrión, por su valiosa orientación y apoyo de inicio a fin.



RESUMEN

Palabras claves: Gobierno Corporativo Responsabilidad Social Deberes Fiduciarios Regulación Equipo de Producción Nexo Contractual Paradigma del Accionista

La investigación doctoral apunta a entender cualitativamente la relación de Gobierno Corporativo (*GC*) y Responsabilidad Social (*RSE*) en la actividad empresarial, extendiendo esta relación al rol de los Deberes Fiduciarios y la Regulación. Tiene como hipótesis central que *GC* y *RSE* son instrumentos y vehículos del desarrollo económico y social que deben desplegarse desde la actividad empresarial, considerando a la base la concepción de empresa como un equipo de producción, vinculado por un nexo contractual. En esta media, *GC* en el marco de la *RSE*, es el sistema de dirección y control que tiene como objetivo orientar los recursos empresariales a la creación de valor para todos los integrantes del equipo de producción, la economía y la sociedad en la que desarrollan su actividad. Los Deberes Fiduciarios constituyen la piedra angular de la fase jurídica de la dirección y control de las empresas, que pueden convertirse en una herramienta del desarrollo económico y social. El rol de la regulación, es crítico, y comprende elementos regulatorios de mercado, estatal, judicial y mixtos, que empoderan el engranaje empresarial.

Se concluye que desde la economía de mercado y las teorías del *Nexus-of-Contractus* y *el Equipo de Producción*, *GC* en el marco de la *RSE*, pueden reexpresarse en su propósito privado y público. En nuestro país, es posible hacerlo, gracias a diversas normas, entidades y prácticas de auto-regulación transversales al ecosistema empresarial. Ello incluye al entorno legal, con cierto sesgo por la *Teoría de la Propiedad Privada* y el *Paradigma del Accionista*.

ABSTRACT

Keywords: Corporate Governance Social Responsibility Fiduciary Duties Regulation Team Production Nexus-of-Contractus Shareholder Paradigm

The Thesis aims to qualitatively understand the relationship between Corporate Governance (CG) and Corporate Social Responsibility (CSR) in corporate activity, extending this relationship as to the role of Fiduciary Duties and Regulation. The central hypothesis of the Thesis is that CG and CSR are instruments and vehicles of economic and social development arising from the corporate activity, considering at the base, the conception of corporations as team production entities, linked by a contractual nexus. In this mean, CG within the framework of CSR, is the direction and control system that aims to guide corporate resources for the value-creation to all members of the production team, the economy and the society in which they develop their economic activity and not only to their shareholders. Fiduciary Duties constitute the cornerstone of the legal phase of the direction and control of corporations, which can become a tool for economic and social development. The role of regulation is critical, and includes market, state, judicial, and mixed regulatory elements that empower the corporate gear.

It is concluded that from the Theory of Market Economy and the Theories of the Nexus-of-Contractus and Team Production, CG within the framework of CSR, can be re-expressed in their private and public purpose. In Peru, it is possible to do so, thanks to various standards, entities, and self-regulation practices that cut across the corporate ecosystems. This re-expression includes the legal environment, somewhat tainted by the Private Property Theory and the Shareholder Paradigm of corporations.

Índice

	Pág.
GLOSARIO	
INTRODUCCION	I-V
I. <u>CAPITULO PRIMERO: GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS EN EL MARCO DE LA TEORÍA MODERNA DE LAS CORPORACIONES</u>	1
1.1 El Rol de las Empresas en la Sociedad	3
1.1.1 Empresa, Mercado y Estado en el Desarrollo Económico y Social	3
1.1.2 Actividad Privada, Empresa y Desarrollo Económico	9
1.1.3 El Consenso de Washington y las Reformas de Segunda Generación	12
1.2 Teoría de las Corporaciones	14
1.2.1 Evolución	15
1.2.2 Teorías Clásicas	16
1) <i>Teoría de la Concepción Estatal</i>	16
2) <i>Teoría del Derecho de Propiedad Privada</i>	17
3) <i>Teoría del Costo de Agencia</i>	19
1.2.3. <i>Teorías Modernas</i>	22
4) <i>Teoría del Poder</i>	22
5) <i>Teoría del Nexo Contractual o “Nexus-of-Contractus”</i>	22
6) <i>Teoría del Equipo de Producción (“Team Production”)</i> .	27
1.3 Gobierno Corporativo	31
1.3.1 Definición, Evolución y Estado Actual	31

1.3.2	Los principios OECD	42
1.3.3	Ley Sarbanes-Oxley	43
1.3.4	El Código Cadbury y otros Códigos de CG	44
1.4.	Responsabilidad Social de las Empresas	45
1.4.1	Definición	46
1.4.2	Perspectiva Global	47
	a. <i>Regulaciones Medioambientales</i>	48
	b. <i>Regulación Laboral</i>	50
1.4.3	Facilidades Esenciales y Contenido Social	52
1.5	El Vínculo Corporativo entre GC y RSE	53
1.5.1	El Vínculo Teórico	53
1.5.2	El vínculo Económico-Financiero: Del Modelo de Maximización de Beneficios al Modelo de Responsabilidad Social	55
	i) El caso Enron	57
	ii) <i>Dodge v. Ford Motor Co.</i>	59
1.5.3	El Vínculo Ético	64
1.6	Conclusión	67
II.	<u>CAPÍTULO SEGUNDO: DEBERES FIDUCIARIOS COMO LÍNEA DE BASE DEL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS</u>	69
2.1	Deberes Fiduciarios	70
2.1.1	Definición e importancia de los Deberes Fiduciarios	71
2.1.2	El Deber de Cuidar	76
	2.1.2.1 La Regla del Criterio de Negocios	78
	2.1.2.2 El Deber de Vigilancia	84
	2.1.2.3 El Deber de Información	96
2.1.3	El Deber de Lealtad	106
	2.1.3.1 Conflicto de interés e Impedimento de Auto-beneficio	108
	2.1.3.2 Criterio de la Transacción Justa	110
	2.1.3.3 El Criterio del Procedimiento Justo: Revelación del Conflicto de Interés, Aprobación por Directores Desinteresados y Aprobación por los Accionistas.	111
	2.1.3.4 El Criterio de Independencia	116
	2.1.3.5 El Criterio de Buena fe	127
	2.1.3.6 Doctrina de la Oportunidad Corporativa	131
	1) Interés o Expectativa	132
	2) Línea de Negocios	133
	3) Equidad	134
2.2	Deberes Fiduciarios con la Empresa, Compensación Ejecutiva, Adquisiciones Hostiles y los Accionistas Minoritarios	134
2.2.1	Deberes Fiduciarios con la Empresa	134
2.2.2	Compensación Ejecutiva	138
	2.2.2.1 Formas de Compensación Ejecutiva	140
	i) Opción de Acciones	140

	ii) Acciones Restringidas	141
2.2.2.2	Proceso de Determinación de la Compensación Ejecutiva	142
2.2.2.3	El Rol de los Accionistas	143
2.2.2.4	Emprendimientos Legislativos	144
2.2.2.5	Precedentes Judiciales	146
	(i) Estándar de Despilfarro (“ <i>Waste Standard</i> ”)	
	1.- Estándar de Despilfarro clásico	
	2.- Estándar Evolutivo de Delaware	
2.2.3	El Veto del Directorio en las Adquisiciones Hostiles	148
2.2.3.1	El debate Gilson-Bebchuck-Lipton	150
	(i) La posición de Gilson	151
	(ii) La posición de Bebchuk	153
	(iii) La posición de Lipton	157
2.2.4	Deberes Fiduciarios de los Accionistas Controladores con los Minoritarios	159
2.2.4.1	Operaciones al interior de los grupos corporativos	160
2.2.4.2	Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios	161
2.2.4.3	Opresión	163
	2.2.4.3.1 Igualdad de Trato	163
	2.2.4.3.2 El Salario como Retorno de la Inversión	164
	2.2.4.3.3 Soluciones Contractuales	166
	2.2.4.3.4 Disolución o Exclusión Forzosa	166
2.3	Conclusión	167
III.	<u>CAPÍTULO TERCERO: EL ROL DE LA REGULACIÓN EN EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS</u>	168
3.1	Regulación por el Mercado	170
	i) El escrutinio de mercado	171
	ii) Empleo de Indicadores	172
	iii) Monitoreo de Accionistas y Adquisiciones Hostiles	173
	iv) El Mercado Regulatorio	176
3.2	Regulación Estatal	178
	3.2.1 Regulación Federal Centralizada	179
	3.2.2 Regulación Estatal Competitiva	183
3.3	Regulación Judicial	188
3.4	Auto-regulación	192
3.5	Soft Law	194
3.6	Consideraciones especiales	200
	3.6.1 Regulación en la Concentración o en la Dispersión	201
	3.6.2 Regulación <i>Shareholders vs. Stakeholders</i>	203
	3.6.3 Regulación según Modalidades de Directorios	205
3.7	Conclusión	206

IV. <u>CAPÍTULO CUARTO: GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS EN EL PERÚ</u>	207
4.1 Gobierno Corporativo	209
4.1.1 El entorno Latinoamericano	209
4.1.2 Gobierno Corporativo en el Perú	221
4.1.2.1 Teoría de las Corporaciones en el Perú	220
4.1.2.2 El Código de Buen Gobierno Corporativo del 2013 y su Reglamento	230
4.1.2.3 Funciones del Directorio y Gobierno Corporativo en Nuestro país	236
4.1.2.4 Gobernanza de Empresas Estatales	241
4.1.2.5 Gobernanza de Empresas Familiares	247
4.2 Responsabilidad Social de las Empresas en el Perú	250
4.2.1 El Enfoque ESG/ASG en el Perú	256
4.2.1.1 Reportes No Financieros y Rentabilidad ASG	260
4.2.1.2 Gobernanza ASG de Brazos Largos	263
4.2.2 Empresas BIC en el Perú	266
4.3 Deberes Fiduciarios en el Perú	269
4.3.1 El Deber de Cuidar	269
4.3.2 El Deber de Lealtad	271
4.3.3 Deberes Fiduciarios y Gobernanza de Grupos Económicos, Subsidiarias y Protección de Accionistas Minoritarios	274
4.3.3.1 Gobernanza de Grupos Económicos, Subsidiarias y Filiales	275
4.3.3.2 Accionistas Minoritarios y Pasivos	278
4.4 El Rol de la Regulación	279
4.5 Conclusión	282
CONCLUSIONES	284
RECOMENDACIONES	289
BIBLIOGRAFIA	297



GLOSARIO

Con la finalidad de acercar al lector a la terminología internacional empleada en el área y en la presente tesis, ponemos a su disposición el siguiente glosario:

Accountability: Responsabilidad de trabajar de una forma óptima en una organización o en la realización de un encargo.

Agency Costs: Costos de Agencia, costo producido por el conflicto de interés entre de los administradores a costa de los dueños de la empresa o de la empresa.

BGC: Buen Gobierno Corporativo

Business Judgement Rule: Criterio de Negocios

Caveat Vendor: La responsabilidad es del vendedor

Cash - Out Merger: Técnica mediante la cual la matriz emplea su control sobre el directorio de la subsidiaria a fin de estructurar una fusión entre la subsidiaria parcial y una empresa de total de propiedad de la matriz. Los minoritarios reciben efectivo en la fusión o de existir una impugnación judicial, durante el proceso judicial a través de una valorización de sus acciones.

Case-Law: Jurisprudencia

CEO: Gerente, Presidente Ejecutivo, Director Ejecutivo

Cluster: Concepto económico de agrupación de empresas relacionadas vertical y/u horizontalmente

Compliance: Cumplimiento

Compensación Ejecutiva: Retribución de la alta gerencia o de los miembros del directorio

DFs: Deberes Fiduciarios

Efficiency Model: Modelo de negocios que sirve las ganancias a los accionistas,

ESG/ASG: Política de Environment, Social and Governance, Ambiente, Social y Gobernanza

Entrustment: Otorgamiento de Confianza

Fact-intensive: Intensivo en hechos y circunstancias

FDI: Flujo de inversión extranjera directa

GC: Gobierno Corporativo

Group of Claimants: Grupo de Reclamantes

Hub: Concepto económico que denota centros de negocios

Intrinsic Fairness Test: Examen que determina si la matriz recibe beneficios con exclusión y a expensas de la subsidiaria.

Green Economy: Economía verde

ISO: Organization for Standardization, Organización Internacional de Normalización

IFIs: International Finance Institutions: las multilaterales organizadas desde las Naciones Unidas y el Banco Mundial.

Inputs: Insumos

Judge-made: Jurisprudencia

LGS: Ley General de Sociedades

LMV: Ley del Mercado de Valores

Law and Order: Ley y orden, bienes que debe producir el estado

Managers: Gerentes, y en algunos casos, Directores

MBCA: Model Business Corporation Act

Mercado Spot: Mercado del día

MNEs: Empresas multinacionales

NAFTA: Tratado de Libre Comercio de Norte América

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotation, es la bolsa privada de agentes de valores de los Estados Unidos.

Nexus-of-Contractus: Nexo contractual, teoría propuesta por Ronald Coase.

NYSE: Bolsa de Valores de Nueva York

OECD: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

Outputs: Productos

Poison Pill: píldora venenosa, consiste en una táctica defensiva de las empresas listadas para desincentivar su adquisición.

Profits: Utilidades, ganancias, ingresos

Profit-Seeking: Direccionado a la ganancia

Principal-Agent Theory: Teoría del Principal-Agente, que distingue el control de la propiedad de la empresa.

Public Companies: Empresas listadas en bolsa

RSE: Responsabilidad Social Empresarial

State Creature: Criatura del estado

Shareholder: Accionistas

Stakeholder: Constituyentes corporativos que no sean accionistas

Self-dealing: Decidir en interés propio

Team Production: Equipo de Producción

Stock Options: Opciones de acciones

Stakeholders Economy: Economía de los constituyentes corporativos

SEC: Securities and Exchange Commission, Comisión de Valores de los Estados Unidos

SOX: Ley Sarbanes Oxley, sobre gobernanza corporativa

SOCs: State Owned Companies, empresas estatales

Waste Standard: estándar de despilfarro

WTO: World Trade Organization, Organización Mundial de Comercio.



INTRODUCCIÓN

Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social de las Empresas son dos instrumentos de última generación en la actividad empresarial en el marco de la economía de mercado con contenido social. Su entendimiento e implementación adecuada en la economía global y local es de vital importancia para el desarrollo económico y social.

En el escenario de lo dicho, el objetivo de nuestra Tesis consiste en definir estos conceptos, establecer la relación entre ellos y determinar el ámbito de su importancia en la actividad empresarial, dentro de la perspectiva del Derecho Corporativo, bajo la hipótesis de que la coincidencia de los intereses entre el Gobierno Corporativo y la Responsabilidad Social ocurre en la concepción de la empresa como un equipo de producción vinculado por un nexo contractual reconocido por el Estado, en el que la actividad empresarial no solo tiene como objetivo la maximización de beneficios para los accionistas, sino para todos los constituyentes empresariales, la comunidad y la sociedad en la que la empresa desarrolla su actividad económica. Los deberes fiduciarios del directorio, la alta gerencia de las empresas y los funcionarios corporativos y la forma y el contenido de la regulación del sistema, se presentan como teorías que sustentan, empoderan y acompañan al Gobierno Corporativo y la Responsabilidad Social de las Empresas en la actividad empresarial, todo lo cual, constituye la hipótesis central de

nuestra investigación. En suma, nuestra hipótesis postula a la empresa como un equipo de producción, una gobernanza corporativa que debe traducirse en una actuación responsable de la actividad productiva de las empresas con todos los constituyentes del equipo de producción, incluyendo el medio ambiente y la sociedad. Postulamos. Asimismo, que la gobernanza responsable requiere, a su vez, de la correcta administración de los deberes fiduciarios y la existencia de un marco regulatorio eficiente que apoye a la empresa en su tarea como un vehículo de desarrollo económico y social.

Con los objetivos antes descritos, el trabajo de investigación se esfuerza en el primer capítulo en presentar y analizar las principales teorías corporativas que se orientan a definir los conceptos y la aplicación de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social de las empresas, valiéndose para ello de diversos conceptos desarrollados en el marco del Análisis Económico del Derecho y el Derecho Corporativo comparado de los Estados Unidos de América, que bajo las premisas de la convergencia económica y legal internacional, pero fundamentalmente por las raíces teóricas, académicas y prácticas del Gobierno Corporativo y la Responsabilidad Social de empresas, consideramos la fuente más importante de análisis, divulgación y aplicación de estos instrumentos a nivel internacional.

El primer capítulo se presenta y analiza, así, en cinco bloques de análisis que comprende la relación que existe entre las empresas, el mercado y la sociedad, la evolución del marco conceptual de la Teoría de las Corporaciones, la definición de los conceptos de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social y los vínculos de coincidencia y convergencia que existen entre estos instrumentos. A través de la secuencia de análisis descrito, podremos apreciar al Gobierno Corporativo como un

sistema de dirección y control de empresas que en su visión amplia permite ver a la empresa como un vehículo económico y social, y que es posible desde la visión de las teorías modernas de las corporaciones, la implementación y el ejercicio de la gobernanza en el marco de la Responsabilidad Social de las Empresas, en el que ambos conceptos se hallan directamente vinculados y expresan conjuntamente el ejercicio de la práctica empresarial en una economía de mercado con contenido social, en el que la empresa asume un preponderante liderazgo en el desarrollo económico y social, al lado del mercado y el estado.

El segundo capítulo describe y analiza la Teoría de los Deberes Fiduciarios, piedra angular en la implementación legal del Gobierno Corporativo y que favorece la eficiencia del desarrollo empresarial y económico, explicando sus principales ángulos y el desarrollo legal y jurisprudencial alcanzado en las Cortes del estado de Delaware de los Estados Unidos, que sirve de patrón internacional en la implementación de las normas de Gobierno Corporativo. Los deberes de cuidar y de lealtad que conforman los deberes fiduciarios, constituyen el cuerpo legal más importante de dirección y control de las empresas, que tienen como objetivo empoderar su Gobierno Corporativo en el entorno de la Responsabilidad Social Empresarial, regulando la conducta corporativa aplicada a quienes manejan recursos empresariales. Si bien en general puede distinguirse del Gobierno Corporativo, los Deberes Fiduciarios encarnan la esencia de su sustrato ético-legal, dado que resumen y subsumen, las normas de conducta que deben observar los funcionarios corporativos, las empresas y las personas que son pasibles de su regulación.

El tercer capítulo analiza los tipos y características de la regulación que existen a nivel internacional y propone el rol que juega la regulación en relación con el Gobierno

Corporativo y la Responsabilidad Social de las Empresas. En esta medida, se discuten las fuentes regulatorias existentes tanto en la gobernanza como en la responsabilidad social, abarcando transversalmente la regulación desde el mercado, las fuentes voluntarias y fuentes mixtas hasta aquellas regulaciones mandatorias, cada una de las cuales cumple un rol importante en la implementación y ejecución de la buena gobernanza y la responsabilidad social. Lo dicho, nos permitirá comprobar que las fuentes privadas pueden cooperar con las fuentes estatales de regulación, y que la empresa, el mercado y el estado pueden ir de la mano en la regulación y el fortalecimiento del gobierno corporativo y la responsabilidad social de las empresas, promoviendo la confianza y el interés de los inversionistas, previniendo el fraude, alimentando la participación de todos sus constituyentes y promoviendo el crecimiento económico y social.

Finalmente el cuarto capítulo trata la situación de nuestro país en contraste con el enfoque teórico de nuestra tesis, empleando al análisis de los capítulos anteriores a fin de contribuir, desde nuestra visión, al enriquecimiento del sistema legal corporativo del país. Veremos que en nuestro país, si bien es posible reexpresar Gobierno Corporativo en el marco de la Responsabilidad Social de las Empresas, gracias a ciertos fallos judiciales y normas sectoriales en el marco de la economía de mercado, las empresas aún son concebidas por sus fuentes matrices en la Ley General de Sociedades y las normas de gobierno corporativo especiales, como entidades de propiedad exclusiva de sus accionistas, que confinan la concepción de empresa en marco del *Paradigma del Accionista*.

Debemos precisar, finalmente, que si bien nuestra investigación confronta los conceptos de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social, se concentra en delimitar

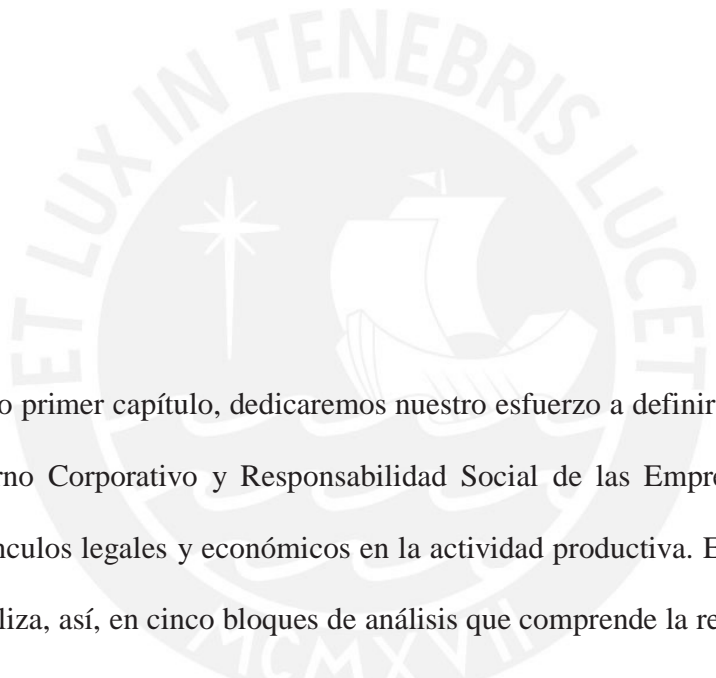
el concepto del primero en el contexto del segundo, sin abordar, con extensión y profundidad, el desarrollo de temas específicos vinculados a ambos conceptos.





CAPÍTULO PRIMERO

**GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL DE
LAS EMPRESAS EN EL MARCO DE LA TEORÍA MODERNA DE
LAS CORPORACIONES**



En nuestro primer capítulo, dedicaremos nuestro esfuerzo a definir los conceptos de Empresa, Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social de las Empresas, así como a establecer sus vínculos legales y económicos en la actividad productiva. El primer capítulo se presenta y analiza, así, en cinco bloques de análisis que comprende la relación que existe entre las empresas, el mercado y la sociedad, la evolución del marco conceptual de la Teoría de las Corporaciones, la definición de los conceptos de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social y los vínculos de coincidencia y convergencia que existen entre estos instrumentos. A través de ellos, pretendemos postular a la gobernanza corporativa en el marco de la responsabilidad social, anotando sus puntos de encuentro y de distinción, apoyados de las teorías económicas, corporativas y legales, pero también de otras ciencias que nos guían en este camino.

1.1 El Rol de las Empresas en la Sociedad

1.1.1 Empresa, Mercado y Estado en el Desarrollo Económico y Social

Empezamos sosteniendo que empresa, mercado y estado, son instituciones económicas y sociales que deben igualmente contribuir al desarrollo de la economía y la sociedad¹. Lo dicho constituye la idea de base de esta tesis doctoral como veremos a lo largo de la investigación, dado que Gobierno Corporativo (GC) y Responsabilidad Social de las Empresas (RSE) son instrumentos y vehículos del desarrollo económico y social que deben desplegarse desde la actividad empresarial, y en el que la empresa, conjuntamente con el mercado y el estado, deben asumir un rol proactivo y articulado².

A la luz de este pensamiento, sostenemos que, si bien el estado debe asumir un rol importante en la tarea de desarrollo y en el quehacer social, la empresa y el mercado no deben limitarse únicamente a producir y proveer bienes y servicios para el consumo y la generación de ganancias para sus accionistas, sino que deben constituirse en vehículos conducentes al desarrollo económico y social, creando oportunidades para todos los individuos que las integran y la sociedad en general.

¹ CHANG, Ha-Joon. *Globalization, Economic Development and the Role of the State*. Zed Books Ltd. 2004. Ps. 81-100. Asumimos aquí la teoría institucionalista que ve a la empresa como una institución de producción, al mercado como una institución de intercambio y el estado como una institución de regulación en el marco de la economía capitalista, en los términos que esbozamos más adelante. Coase señala a su vez, que la empresa, el mercado y la ley (emanada del estado), conforman el sistema económico. Por eso consideramos que es más pertinente analizar al estado propiamente como participante en la economía y la sociedad, que solo la ley. Empero, cierto es, como sostiene Coase, que si bien el intercambio de bienes y servicios puede entenderse naturalmente en el entorno propiamente teórico de la Teoría del Precio o de la Oferta y la Demanda, este intercambio no puede pasar en la realidad empírica sin la empresa, el mercado y el estado, que sirven de instituciones, que organizan la oferta y la demanda. Sobre la Teoría del Precio y el Costo de Transacción, véase en Coase R.H., citado más adelante.

² DANG and SUI PHENG L. *Infrastructure Investments in Developing Economics*. 2015. Pp.11-23. HOFF y STIGLITZ (2002) sustentan esta estrategia de desarrollo a través de la Teoría de la Coordinación de las Fallas de Mercado o *Theory of Coordination Failures* que sostiene la idea de que el mercado tiene fallas de coordinación entre los inversionistas y, por tanto, deben ser corregidas coordinadamente entre la empresa, el mercado y el estado.

Nuestro análisis - fundamentalmente legal pero también económico - de la conducta empresarial y el mercado a lo largo del trabajo, se realiza en el marco de la economía de mercado, modelo de desarrollo económico que en el contexto de la economía global del segundo milenio y, en especial, el que en nuestro país se ha venido abriendo paso en los últimos años³, con prevalencia de otros modelos económicos y sociales, como la economía centralmente planificada, el socialismo de mercado, la economía de bienestar y otras variantes keynesianas, socialistas o marxistas. Debemos precisar, no obstante, que para ser coincidentes con lo dicho, tampoco creemos en el fundamentalismo de mercado “*laissez-faire*”, sino en una economía de mercado con cierto grado de intervención estatal en el que el estado también debe contribuir y facilitar el desarrollo económico y social, y en el que su rol debe estar asociado preferentemente a la regulación de las fallas de mercado, la prevención de las externalidades y la promoción del mercado, el alivio de la pobreza extrema y a la inclusión económica y social⁴.

Desde la perspectiva de la economía de mercado moderna, la empresa privada⁵ no solo es una entidad productiva sino un agente líder del desarrollo económico y social, constituyendo grandes maquinarias de producción, comercio y de creación de valor, pero que se deben a su economía y sociedad a través de la creación de empleo. el pago de impuestos y la creación de infraestructura, sin perder su carácter privado. La empresa encarna en nuestra concepción el mercado mismo, constituye un fragmento del mercado y es una organización productiva del mercado. Dicho en otras palabras, la empresa es el músculo productivo de la

³ Identificada localmente como economía social del mercado

⁴ TANZI, Vito. *Government vs. Markets. The Changing Economic Role of the State*. Cambridge University Press.2011. P. 83.

Aunque, por supuesto, existen otras funciones del estado en la economía como la colocación de recursos, redistribución del ingreso y la estabilización de la economía (conocida como la “Trilogía de Musgrave”).

⁵ A diferencia de la empresa estatal, por ejemplo, del socialismo de mercado.

economía y la sociedad. Como apunta Ronald Coase, la empresa toma actividades del mercado y las interna en sí cuando los costos de transacción de organización de la producción se hacen más eficientes a su interior⁶. De otro modo, sería mejor tomar dichas actividades en el mercado abierto o “spot”⁷ y no sería necesario internarlas a través de la creación de una empresa. En esta medida, la empresa organiza los factores de la producción, capital y trabajo, la tecnología⁸, y los interna eficientemente a su producción (cadena de valor), a un costo menor que el del mercado abierto a fin de evitar tomar costosos viajes al mercado “spot”⁹ con el objetivo de organizar la producción, la colocación de recursos y la generación de riqueza. Como participante del mercado, la empresa concentra en ella diversas fuerzas de mercado, bajo un equipo de producción que integra capital, trabajo, insumos, productos, tecnología, clientes y, en general todo cuanto existe en la economía y la sociedad que sea necesario para su producción de una manera que, además, debe ser eficiente para la generación de riqueza (creación de ganancia o “utilidades” o “profit”) la creación y la colocación de valor de vuelta a la economía y la sociedad (empleo y bienestar). La empresa concentra recursos del mercado y la sociedad, los procesa y los transforma (tomando los “inputs” y convirtiéndolos en “outputs”¹⁰) poniéndoles en valor para la generación de riqueza y colocando, luego, esa riqueza entre los individuos que la conforman (accionistas, trabajadores, acreedores, proveedores, estado, clientes, comunidades, entre otros). Como sostiene Bainbridge, la gran empresa moderna se ha convertido en una poderosa máquina

⁶ BUTLER, Henry N. & McCHESNEY, Fred S. *Why they Give at the Office: Shareholder Welfare and Corporate Philanthropy in the Contractual Theory of the Corporation*. Originalmente publicado en *Cornell Law Review*. 1995 (1999). En JOO, Thomas W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. p. 4

⁷ Mercado “spot”, significa mercado del día.

⁸ La tecnología es la acumulación de conocimiento que hace más productivo el capital y el trabajo, aunque hoy día podríamos considerarlo como un cuasi factor de la producción.

⁹ COASE, R.H. *The Nature of the Firm*, 4 *Economica*. 1937. ps. 386-405.

¹⁰ COASE, R.H. *The Firm The Market and the Law*. University of Chicago Press.1988. p. 7.

que concentra los esfuerzos de los individuos a fin de mantener la esfera de la libertad económica y que funge como una institución intermedia entre el individuo y el estado¹¹. En este contexto, la empresa moderna es capaz de adquirir en forma independiente una gran cantidad de poder económico, social y político, que lleva a plantear al derecho corporativo si se trata de una entidad esencialmente privada o si tiene fines públicos o es esencialmente de naturaleza contractual o una criatura creada por el estado frente a la cual debe ser responsable¹². La respuesta a estas interrogantes son muchas veces polarizantes. Hay quienes como Milton Friedman sostienen que las empresas tienen como única responsabilidad social, el generar ganancias para sus accionistas, y otros quienes abogan por una mayor responsabilidad social de la empresas en el que se deben considerar todos sus grupos constituyentes, entre ellos a los consumidores, los acreedores, proveedores, colaboradores, grupos políticos, comunidades y la sociedad en general, posición con la que coincidimos y coincide también la gran mayoría del sector empresarial en la actualidad¹³. Esta posición es además, la posición de nuestro estudio y la posición mayoritaria de la teoría en que se apoya el concepto de “*Law & Economics*” (más conocida en nuestro medio como “*Análisis Económico del Derecho*”)¹⁴. Debemos tener presente por ello que, en tanto parte del Análisis Económico del Derecho, *GC* y *RSE* se hallan en el centro de esta tendencia como herramientas indispensables de la actividad empresarial.

¹¹ BAINBRIDGE, Stephen M. *Community and Statism: A conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship*. Originalmente publicado en 82 Cornell Law Review. 856 (1997). En JOO, Thomas W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op. cit. p.77.

¹² BAUMAN, Jeffrey D. *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*. Seventh edition. American Casebook Series. 2007. p.75.

¹³ De ahí la importancia que se ha desarrollado en los últimos años sobre la Gestión Ambiental y la Gestión Social en las empresas, que abunda críticamente en el análisis financiero de los inversionistas y la que muchas veces se le denomina “*Stakeholders Economy*”, “*Economía de Stakeholders*” o “*Economía de Valor Compartido*”.

¹⁴ Entre ellos, Henry N. Butler, Fred McCesney, Lynn L. Dallas, Kent Greenfield, Cynthia A. Williams, Jonathan R. Macey, Margaret M. Blair, Lynn A. Stout, Marleen O'Connor, Stephen M. Bainbridge, entre otros.

El mercado por su parte, constituye no solo una institución económica y social que permite el intercambio de bienes y servicios generados por las empresas y demandados por los consumidores¹⁵, organizando la oferta, la demanda y el consumo, sino que también provee facilidades físicas¹⁶, mecanismos y agentes que permiten la reducción de costos de transacción y colocación de recursos, de satisfacción de necesidades, de competencia y de generación de riqueza en la sociedad, que tiene a la base el poder dinámico de las empresas que lo echa a andar, lo alimenta, lo robustece y lo institucionaliza. Consideramos que es fundamental para la economía, la sociedad y el desarrollo no sólo preservar esta institución, sino fortalecerla, regularla, organizarla, dotarla de infraestructura económica y social y ampliarla para que más ciudadanos puedan participar y gozar de sus bondades. Nótese aquí que, como ya hemos observado, sin mercado no existe empresa, sin empresa no hay competencia, sin competencia, los productos y los precios se vuelven insuficientes, ineficientes, arbitrarios y hasta corruptos, una historia que nuestro país ya vivió desde los sesenta hasta mediados de los noventa y que sólo nos trajo pobreza, subdesarrollo, subempleo y atraso en general, y cuyos costos y pérdidas aún hoy a principios del segundo milenio no podemos recuperar ni superar. Basta para probar esta afirmación, lo que viene pasando con Venezuela en la actualidad.

El estado, por su parte, tiene un rol fundamental en la sociedad debiendo proveer la producción de bienes y servicios públicos que pueden considerarse exclusivos como defensa, seguridad interna, ley y justicia, y salud, hasta educación básica, alivio de la pobreza, transferencias sociales y proyectos de infraestructura, a través de los cuales debe asegurar el bienestar social y económico de un país. No olvidemos, sin embargo, que el estado debe

¹⁵ COASE, R.H.. The Firm The Market and the Law. Loc.cit.

¹⁶ Actualmente, facilidades digitales y tecnológicas

cumplir también un rol fundamental en la regulación y fortalecimiento de la actividad empresarial, el mercado y su economía coadyuvando en la generación del círculo virtuoso de *ahorro, inversión, empleo, crecimiento y bienestar* a fin de promover el desarrollo económico y social de sus individuos, tarea, que como se evidencia de lo dicho, no le es ajena ni a la empresa ni al mercado.

Existe, por lo dicho, una tarea conjunta y articulada de la empresa, el mercado y el estado en el desarrollo económico y social de la sociedad que puede ser ciertamente compartido y, como de hecho lo es, en la gran mayoría de países a nivel global más allá de los fundamentalismos doctrinarios que favorecen el mercado en contraposición con el estatismo. La empresa privada se halla en la capacidad de compartir un rol público-privado y esta capacidad se funda en la teoría de la economía de mercado misma, en la cual, la iniciativa privada y el mercado tienen la capacidad de satisfacer las necesidades sociales de la población¹⁷ aun en mejores condiciones que el propio estado, sin desmerecer la participación fundamental de este último.

Por ello, consideramos que empresa, mercado y estado son instituciones que interactúan entre sí en la búsqueda común de la satisfacción de necesidades de los individuos y de los grupos de individuos que las componen. En esta media, creemos que son instituciones básicas del binomio democracia-economía capitalista¹⁸, que un punto, se intersecan, se fusionan, se complementan y se retroalimentan entre sí como un conjunto de instituciones que deben buscar el bien común de sus ciudadanos.

¹⁷ TANZI, Vito. Op. cit. p. 19.

¹⁸. CHANG, Ha-Joon. Op. Cit. p. 89.

1.1.2 Actividad Privada, Empresa y Desarrollo Económico

Consolidando lo dicho, el recuento histórico sobre la concepción del bien común, concepto incubador del desarrollo económico y social, también registra que la empresa, el mercado, y el estado tienen un fin compartido. Veamos por qué decimos esto.

Aun cuando el término de “*bien común*” es muy difícil de definir, en su concepción económica, el concepto se halla históricamente ligado a las nociones de “*law and order*” o su equivalente funcional “administración” y “seguridad” y, por ello, asociado a la acción del estado frente a las fallas del mercado. Posteriormente se expandió a diversas áreas sociales, fundamentalmente luego de iniciada la revolución industrial, en el que el concepto de *bien común* extendido al de producción de bienes públicos¹⁹, también se fue atribuyendo a la educación, la salud, pensiones de invalidez y jubilación, seguros de desempleo, asistencia familiar, asistencia a menores y ancianos, alivio de la pobreza, etc., y extendiéndose a lo largo del siglo veinte a la creación de infraestructura esencial para el desarrollo económico y social como la construcción de viviendas sociales, parques y jardines, transporte terrestre, carreteras, puertos y aeropuertos, etc.²⁰.

Es de anotar sin embargo, que en muchos países, aun cuando gran parte de estas actividades ya venían siendo cubiertas por diferentes entidades privadas, el estado pasó a reemplazarlas en nombre del interés público²¹, en un contexto en el cual, la revolución industrial había desencadenado nuevos problemas económicos y sociales no contemplados en el modelo “*laissez-faire*” clásico (de Adam Smith en su obra *The Welfare of Nations* de 1776) como el desempleo, jubilación, la invalidez, etc. y en el cual las presiones modernas

¹⁹ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Unproductive Public Expenditures. A Pragmatic Approach to Policy Analysis. 1999. Pp. 1-29.

²⁰ TANZI, Vito. Op. cit. p.4.

²¹ TANZI, Vito. Op. cit. p. 8.

llevaron al estado a tener un mayor rol económico y social. La nueva situación generó la aparición de nuevas aproximaciones económicas con énfasis en una mayor intervención del estado y el gasto público promovidas desde John Stuart Mill (en *“Principles of Political Economic”*) en Inglaterra, Karl Marx (en *“Das Capital”*, en 1867) y Adolf Wagner (en *“The system of public spending, of taxation, and of public debt must be organized in a way to reduce some social and economic shortcomings that derive from it”*, en 1891) en Alemania, el Papa León XIII (en el *“Rerum Novarum”* de 1891), la inserción del concepto de economía de bienestar promovida por Pigou (*“The Economics of Welfare”*, de 1920)²² y la Revolución Keynesiana de estabilización erigida sobre el pensamiento de John Maynard Keynes (*“The End of Laissez-Faire”*, 1926 y *“The General Theory of Employment, Interest and Money”*, 1936), entre otros.

Dicho esto, el incremento de los programas públicos para atender la demanda social, acarrió la expansión del gasto público, el incremento de los impuestos para financiar la mayor actividad social del estado, el incremento de la deuda pública y el crecimiento de déficits fiscales que terminó, en muchos casos, en un menor crecimiento económico de los países que aplicaron estos programas con mayor intensidad²³. Este menor desarrollo estuvo asociado, asimismo, a la creación de mayores niveles de dependencia de la población asistida, limitación de la libertad individual de esas poblaciones y corrupción, manipulación y, en general, ineficiencia de los programas públicos²⁴, cuyos ensayos estuvieron más vinculados al sectarismo de los intereses políticos de turno que a la eliminación de las fallas de mercado²⁵.

²² Idem. ps. 75-76.

²³ Idem. ps. 6-12.

²⁴ Idem. ps. 13-17

²⁵ Idem. p. 18-19.

Las políticas públicas olvidaron a la base que aun estando en la presencia de fallas el mercado, dichas fallas no necesariamente demandan la intervención primaria del estado²⁶. Como asevera *Tanzi*, una gran parte de la historia (hasta el siglo veinte), registra que no existieron gobiernos que impusieron impuestos a sus ciudadanos con altas tasas para financiar programas públicos (pensiones, salud, educación, asistencia social, etc.) y, aun así, el mundo siguió adelante, en un contexto en el cual muchos países mantuvieron estándares razonables de confort a veces mayores que aquellos en los cuales los impuestos financiaron los programas públicos²⁷. Por ello, no es equitativo decir que la tarea del bien común, el interés público y el desarrollo sea una tarea exclusiva del estado y que la tarea colectiva se limite a la acción del estado²⁸. Históricamente, los ciudadanos crearon sus propias provisiones contra el riesgo económico a través de lazos familiares, mediante los cuales, los ahorros privados sirvieron en la tarea en un contexto en el cual el ahorro no era visto como una gran virtud y, mediante la aparición de una red de ayuda comunitaria participaron en asociaciones privadas (confraternidades, sociedades de asistencia mutua, sindicatos de crédito)²⁹ y tomaron servicios de proveedores privados (escuelas privadas, médicos privados y hospitales privados)³⁰.

Bien común y desarrollo, por tanto, nunca fueron una tarea exclusiva del estado, sino una tarea conjunta entre las organizaciones privadas y el estado, en la que la empresa y el mercado tienen mucho que hacer, como veremos en la próxima sección.

²⁶ COASE, R.H. *The Firm The Market and the Law*. ps. 20-21.

²⁷ TANZI, Vito. Op.cit. p. 19.

²⁸ Ibidem. Citando a Kenneth Arrow: “*It is a mistake to limit collective action to state action*”.

²⁹ Idem. p. 20.

³⁰ Ibidem.

1.1.3 El Consenso de Washington y las Reformas de Segunda Generación

Importa en la definición de la articulación de empresa, mercado y estado en el desarrollo y en especial, en el entorno de los conceptos de *GC* y *RSE* que estamos esbozando, las reformas del Consenso de Washington y las reformas de segunda generación que sufrieran el primer cuerpo de reformas, esta segunda, complementaria de la anterior y que nos llevarán a entender cuál es el entorno en el cual se desarrolla *GC* y la *RSE*.

Como hemos descrito brevemente en la sección anterior, durante gran parte del siglo veinte, el crecimiento de los programas públicos conllevó al crecimiento del aparato estatal que no sólo se limitó a la implementación del nuevo gasto público para el desarrollo, sino a la toma de una parte considerable de la actividad productiva, generando graves distorsiones económicas, el crecimiento de la deuda pública, inflación, déficits fiscales y, en general, una aguda crisis económica con concentración en el aparato estatal. Esto llevó a que a finales del siglo veinte, entre la década del setenta y ochenta, las Instituciones Financieras Internacionales (*IFIs*) bajo el liderazgo del Banco Mundial, promovieran un conjunto de reformas de corte neoliberal que conllevaron el emprendimiento de reformas estructurales a nivel global que importaron reformas de liberalización, privatización, desregulación y la promoción de estabilidad económica con control de la inflación, reforma tributaria y austeridad fiscal y, en pocas palabras, a la reinserción del mercado y la empresa privada en el desarrollo económico³¹.

³¹ El término *Consenso de Washington*, precisamos, es un término un tanto polémico atribuido a John Williamson, en 1989, consistente en un decálogo de medidas de corte capitalista que incluye las siguientes medidas: disciplina fiscal, priorización del gasto público, reforma tributaria, tasas de interés real, tipo de cambio

A finales de los noventa, sin embargo, estas reformas se vieron como reformas carentes de contenido social y asociadas más a los intereses de recuperación de la deuda de los bancos multinacionales, el acceso a mercados y a la protección de inversiones, que no necesariamente generaron el crecimiento económico y social, o que si bien generaron crecimiento y estabilidad macroeconómica, no generaron el desarrollo de los países en los cuales se aplicaron y que fue fuertemente sacudida por una crisis mundial que tuvo sus epicentros en la crisis rusa y asiática y en países como Argentina y México, países en los cuales se había aplicado el ajuste de mercado y que fue calificada como la *crisis del fundamentalismo de mercado*.

Esta situación generó un nuevo cuerpo de reformas, conocidas como las reformas de segunda generación promovidas desde el propio Banco Mundial y las *IFIs* en torno al ajuste estructural de las reformas de primera generación, que incluyeron críticas sociales inicialmente promovidas a partir del cuestionamiento efectuado por el Premio Nóbel 2001 y participante de los ajustes, *Joseph Stiglitz*³², que fueron simultáneamente promovidas por James Wolfenson, ex presidente del Banco Mundial y luego incorporadas por el propio banco a través del *Comprehensive Development Framework* (“*CDF*”), haciendo evidente el giro de la economía de mercado de corte fundamentalista hacia una etapa más comprensiva y más progresista de la relación empresa, mercado y estado, en la búsqueda del bien común y el desarrollo económico y social para todos que hoy conocemos como la economía de mercado

real, liberación comercial, inversión extranjera directa, privatización, desregulación y protección de la propiedad privada.

³² STIGLITZ, Joseph. *Globalization and Its Discontents*. W.W. Norton & Co..2002

con contenido ambiental y social³³ que haga viable no solo el crecimiento sino - fundamentalmente- el desarrollo³⁴.

La responsabilidad de las empresas y el mercado en la actualidad, por ello, no solo se limita al objetivo de búsqueda de ingresos y maximización de ganancias para sus inversionistas, sino que además incorpora el contenido medioambiental y laboral (planeta y gente), que son los espacios regularmente ocupados por el debate en torno a ella, que incluye también, hoy por hoy, el contenido social relativo al alivio de la pobreza, nutrición, salud, educación, la creación de infraestructura y desarrollo de base, desarrollo de circuitos económicos y, en general, programas de generación de espacios y oportunidades que buscan el desarrollo de las poblaciones del entorno de la producción empresarial y, complementariamente, de aquellas más necesitadas³⁵.

1.2 Teoría de las Corporaciones

El concepto y rol de la empresa en la economía y en la sociedad que hemos anunciado, se explica sustancialmente en la evolución del pensamiento empresarial en el marco de la economía de mercado. La importancia de analizar esta evolución radica en determinar cuáles son los elementos que vienen definiendo el concepto de empresa en la actualidad, entendida

³³ Precisamos que nos referimos al Capitalismo Democrático con contenido social y no propiamente al Estado de Bienestar, *State of Welfare* o *Moldeo Nórdico* de desarrollo, como estrategia de desarrollo económico y social, aunque éste es también considerado como una variante del capitalismo.

³⁴ Aquí se distingue entre crecimiento económico y desarrollo, el primero como medio, el segundo como fin. Este último, como un concepto más complejo que involucra un estándar básico de nutrición, salud, educación, justicia, lucha contra la pobreza, infraestructura de facilidades esenciales y mayores oportunidades de migración económica y social (no exhaustivo).

³⁵ Denominada popularmente como “Economía de Mercado para Todos” (CADE, 2019).

como una gran maquinaria de comercialización y creación de valor que afecta e influencia gran parte del desarrollo económico y social.

1.2.1 Evolución

La evolución de los paradigmas legales y económicos en torno a la *Teoría de las Corporaciones* en los Estados Unidos (conocida como “*The Theory of the Firm*”) resulta clave para entender los conceptos de *GC* y *RSE*, así como el concepto de empresa del siglo veintiuno, por lo que nuestro análisis se va a valer, en gran medida, de los conceptos y crítica en ella planteados.

Esta evolución comprende fundamentalmente la progresiva sustitución del concepto de propiedad privada, por el concepto de contrato y equipo de producción en la *Teoría de las Corporaciones*³⁶ y de la concepción de la empresa como una entidad exclusivamente privada o estatal que se debe a sus accionistas, a una entidad privada con carácter público, que se debe más a todos sus constituyentes, y como una institución económica y social cuya función es promover y generar desarrollo para los ciudadanos donde desarrolla su actividad.

Precisamos que el marco teórico en el cual desarrollaremos el análisis aludido, se halla delimitado por la doctrina del *Análisis Económico del Derecho Corporativo* de los Estados Unidos de América (“*Law and Economics*”), considerando el liderazgo doctrinario de esta corriente en el Derecho Corporativo comparado global -ciertamente incorporada ya a

³⁶ Precisamos que la *Teoría de las Corporaciones* está referida fundamentalmente a las empresas que cotizan en bolsa, que son tratadas en la economía y el derecho anglosajón como “*empresas públicas*” (o “*public companies*”) que son consideradas como públicas porque el público y, generalmente, una gran cantidad de público, participa como inversionistas en estas empresas. No obstante, la importancia de estas empresas por su tamaño y práctica multinacional, lidera el debate a nivel económico, legal y judicial. Precisamos, en este mismo sentido que el término de “derecho corporativo” empleado en esta investigación, debe ser entendido en nuestro medio como “derecho societario” o “derecho empresarial” equiparablemente; empero nos parece más oportuno el término de “*derecho corporativo*”, pues alude más a su designación internacional. Consiguientemente, equiparamos en esta tesis, por lo menos generalmente, los términos “*sociedad*”, “*empresa*”, “*firma*” y “*corporación*”. Salvo contexto distinto.

nuestro país desde los noventa-, el liderazgo de las empresas estadounidenses en la economía global, pero fundamentalmente por la importancia y preeminencia de estas teorías como fuente y raíz de los conceptos de *GC* y *RSE*. Asimismo, dejamos constancia que mucho de lo aquí analizado se encuentra vinculado a las empresas de accionariado difundido (referidas a empresas listadas en bolsa, conocidas mundialmente como “*public companies*” o “*empresas públicas*”, en las cuales la publicidad no se vincula a lo estatal, sino al accionariado difundido o a la intervención de una gran cantidad de público en su capitalización³⁷) por ser las más importantes a nivel global, por concentrar la mayor fuerza económica, social y política, pero además, porque mucho de lo dicho para ellas, se puede aplicar, por lo general, gradualmente, a la mediana y pequeña empresa y a la empresa estatal o familiar, tanto para mercados dispersos cuanto para mercados concentrados, aun cuando cada sector deba ser visto con sus propias particularidades³⁸.

1.2.2 Teorías Clásicas

1) *Teoría de la Concepción Estatal*

Esta teoría quizá la más básica de todas las teorías sobre las empresas, concibe a la empresa como una criatura legal, creada por el estado o “*state creature*”. Es el estado quien a través de su poder o *ius imperium*, concede a la empresa su personalidad jurídica, la responsabilidad limitada de sus constituyentes y su vida perpetua, características consustanciales de su existencia³⁹. En el marco de lo dicho, el Juez Marshall de la Corte

³⁷ Aunque no necesariamente. De acuerdo al derecho norteamericano, muchas veces basta la participación del accionariado de una persona, para que ésta adquiera el carácter público.

³⁸ Es el caso de Colombia, en nuestra región, Hong Kong en Asia y en otros países europeos, los cuales vienen implementando normas de *GC* en la pequeña y mediana empresa, a partir de la experiencia de las empresas listadas. En esta misma orientación, buena parte de la comunidad internacional, viene desarrollando normas por industrias, sectores y/o áreas.

³⁹ A estas características se les agrega la libertad de transferencia de acciones y la administración centralizada.

Suprema de los Estados Unidos señaló lo siguiente: “Una empresa es un sujeto artificial, invisible, intangible y existente solo bajo el imperio y contemplación de la ley. Siendo una mera criatura de la ley, esta solo puede tener las propiedades que su carta de creación le confiere, de manera expresa o incidental a su existencia. Estas propiedades deben servir los objetivos para las cuales fueron calculadas. Entre las más importantes están su perpetuidad... y su individualidad... mediante la cual puede actuar como un individuo. Estas habilitan a las empresas a manejar sus asuntos internos, a tener propiedades sin que tenga que existir una sucesión de mano en mano de los individuos que la integran”⁴⁰.

La importancia de esta teoría radica en que bajo esta concepción un sector de la doctrina ve a la empresa como un vehículo promotor del bienestar general cuya condición se crea a partir de la obligación que se genera en la empresa, del hecho de haber sido creada por el estado, como bien social o bien público. Las obligaciones del directorio de las empresas, en esta concepción, no deben limitarse, por tanto, a la obtención de un justo retorno de la inversión a sus inversionistas, sino que debe ir más allá e incluir el beneficio a todos los constituyentes de la empresa o a quienes se ven afectados por ella. La empresa es vista desde esta perspectiva como una entidad capaz de tener obligaciones legales y morales con la sociedad en su condición de entidad social⁴¹.

2) Teoría del Derecho de Propiedad Privada

Contrapuesta a la anterior, esta teoría proclama que las empresas constituyen un conjunto de activos (“*bundle of assets*” o “paquete”, “saco” o “combo de activos”) de

⁴⁰ BAUMAN, Jeffrey D. Op. cit. ps. 39- 40.

⁴¹ ALLEN, William T. Our Schizophrenic Concept of the Business Corporation. En BAUMAN, Jeffrey D.. *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*. Seventh edition. Op. cit. p. 34.

propiedad privada de sus accionistas, quienes deben ser los beneficiarios residuales del ingreso producido por su marcha económica y que, en esta medida, deben ser beneficiarios exclusivos de las ganancias corporativas.

A esta teoría se halla ligada gran parte de la literatura clásica mundial sobre el concepto de las empresas, pues se dice comúnmente que en la medida que los accionistas son propietarios de las empresas, tienen la capacidad de tomar las decisiones de la marcha empresarial (*derecho de voto*) y el derecho a percibir el beneficio neto de sus operaciones (*derecho de dividendos*). Por eso se proclamaba en finanzas, correlativamente y durante mucho tiempo, que el objetivo último de las finanzas corporativas constituye la maximización de beneficios para sus accionistas (“*shareholder benefit maximization*” o “*shareholder value*”), porque son éstos los propietarios de los activos y los que conllevan el mayor riesgo de la marcha económica y financiera⁴² y, en esta medida, deben ser los beneficiarios residuales de la producción empresarial. En este sentido se pronuncian, por ejemplo, Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fisher que señalan:

“Como beneficiarios residuales, los accionistas son el grupo que tiene los mayores incentivos...para tomar decisiones. Las empresas deben invertir en nuevos productos, plantas, etc., hasta que las ganancias y los costos se identifiquen con los márgenes. No obstante, todos los actores a excepción de los accionistas, carecen de incentivos apropiados...Los accionistas reciben más ganancias marginales e incurrir en los mayores costos. Por ello, tienen los mayores incentivos para tomar las decisiones”⁴³.

⁴² Principio de Riesgo en finanzas: “*a mayor riesgo, mayor rentabilidad*”.

⁴³ EASTERBROOK, Frank H. & FISHER, Daniel R.. *Voting in Corporate Law*, 26.J.L. & Econ, 395, 403 (1983). En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op. cit. p. 43. La traducción es nuestra.

Bajo esta concepción ortodoxa, la empresa se ve como un conjunto de activos de propiedad privada de sus accionistas y, en esta medida, a los accionistas como sus beneficiarios exclusivos. Los accionistas, en tanto, propietarios y, en cuanto, beneficiarios residuales, son los que deben tener todo el crédito de la actividad productiva de las empresas. En esta medida, el fin de la empresa, es maximizar los beneficios de los accionistas actuando de una manera eficiente con la única meta de obtener mayores ganancias caracterizada por el ejercicio del “*Profit-seeking*”, incrustada en el “*Modelo de Eficiencia*” o “*Efficency Model*”. Por el *Modelo de Eficiencia*, la empresa debe producir con el único objetivo de servir las ganancias a sus accionistas, modelo que se justifica legalmente en la propiedad de los accionistas sobre las empresas y económicamente por ser los beneficiarios últimos o residuales de la actividad productiva (bajo el principio de riesgo: a mayor riesgo, mayor rentabilidad). Por eso se dice que esta teoría proclama la “*Supremacía o Paradigma del Accionista*” o “*Shareholder Paradigm*”, por el cual, la razón de ser de la empresa se explica en la propiedad privada de la empresa que es atribuida al accionista y de la primacía exclusiva de éste en la actividad empresarial⁴⁴.

3) *Teoría del Costo de Agencia*

Fundada en la anterior, esta teoría señala que en la gran empresa (aquellas que cotizan en bolsa y en el que el accionariado se halla sumamente fragmentado o disperso⁴⁵) debe

⁴⁴ FRIEDMAN, Milton y ROSE D. Friedman. La Libertad de Elegir, HISPAMERICA EDICIONES ARGENTINA. 1979.P 40.

⁴⁵ Aunque aquí cabe decir que la fragmentación es considerada como una opción política para este tipo de empresas en los Estados Unidos, lo cual ha llevado a algunos académicos a definir a la empresa como un producto político, concepción conocida como la Teoría del Producto Político de las Corporaciones. Esta teoría sostiene que el sistema político y legal de los Estados Unidos se han encargado de disminuir deliberadamente el poder político de las instituciones financieras que retuvieran en sus manos grandes bloques de accionariado que podría presionar a las gerencias generando serios problemas derivados de la concentración privada del poder económico y, por tanto, político. Según Mark J. Roe, uno de sus principales expositores, las reglas y

distinguirse el concepto de “*propiedad*” de la empresa (a la que tienen derecho los accionistas) del concepto de “*control*” de la empresa (ejercida por gerentes profesionales o “*agentes*”, que son contratados por los accionistas para el manejo de sus empresas), conocida como la *Teoría del Costo de Agencia* (“*Principal-Agent Theory*”) esbozada por los profesores de la Universidad de Columbia, Adolf Berle y Gardiner Means en su libro *La Corporación Moderna y la Propiedad Privada* (1932).

Esta teoría supone el “*control de las empresas*” como un concepto predominante y prevalente frente a la “*propiedad de las empresas*”, pues considera que es más importante el control que la propiedad de la empresa, en la medida que los accionistas se hallan dispersos y no tienen la capacidad de controlar la marcha productiva de ésta, como si lo tiene el grupo gerencial⁴⁶. A la brecha entre el control y la propiedad de la empresa se le denomina “*Costo de Agencia*”, pues de no alinearse el interés de los gerentes⁴⁷ (quienes son los “*agentes*” o representantes de los accionistas) con el de sus accionistas (propietarios de las empresas), los gerentes tienden a manejar las empresas en función de sus propios intereses y beneficios (autobeneficio o “*self-dealing*”). Por ello, desde esta perspectiva, los costos de agencia deben ser aminorados por el derecho corporativo con reglas con contenido moral que regulen

prácticas que debilitaron a los intermediarios financieros se generaron en la medida que la historia pública de los Estados Unidos repelió la concentración privada del poder económico, concentración que se hallaría en la capacidad de afectar el mismo poder político que, por tanto, aun cuando no debería ser extinguida, debía ser regulada, propiciando el sistema actual de financiamiento directo del público -y no de las instituciones financieras-, las normas de promoción de la competencia (*anti-trust*) y el mercado por el control corporativo que desafía la estabilidad de las gerencias. Ver más en Mark J. Roe. *Strong Managers and Weak Owners: The Political Roots of the Separation of Ownership and Control*. Citado por Bauman, Jeffrey D.. Op. cit. P. 490.

⁴⁶ El grupo gerencial, normalmente está constituido por el directorio y la alta gerencia, aunque otras veces por los accionistas mayoritarios o que controlan la empresa. En otros casos, como puede pasar en algunas empresas estatales, dicho control puede estar en otros constituyentes empresariales como los trabajadores, proveedores o partidos políticos, entre otros.

⁴⁷ Aunque propiamente el término “*gerentes*” (del inglés: “*managers*”) abarca en realidad al directorio primeramente y, luego a la alta gerencia y funcionarios y asesores con capacidad de decisión sobre el destino y los recursos corporativos, como veremos más adelante.

la actividad gerencial con la finalidad de evitar el *self-dealing* (o auto beneficio) y el fraude del cuerpo gerencial en contra de sus accionistas.

No obstante, lo dicho y, aun cuando pareciera que bajo la teoría del *Costo de Agencia*, la empresa es concebida como una entidad que se desarrolla únicamente en los confines de la relación accionista-agente⁴⁸, lo cierto es que desde nuestra perspectiva esta teoría en realidad representa un punto de quiebre o una fractura de la teoría del derecho de propiedad en sí misma. Hay que observar que al proponer que en la empresa se debe diferenciar entre la propiedad y el control, Berle y Means, señalan que las empresas en realidad no constituyen una entidad monolítica, sino una compleja intersección de diversos intereses que buscan el control sobre recursos empresariales compartidos. Este planteamiento llevó al mismo Berle y a Merrick Dodd, en 1932, a proponer que la gran empresa constituía en realidad una relación más grande a una relación exclusiva entre los accionistas y sus agentes⁴⁹ y, particularmente a Dodd, a plantear, que los gerentes corporativos tenían deberes de cuidado y lealtad no solo con sus accionistas, sino también con toda la sociedad en general.

En este contexto, debemos observar que esta fractura de la teoría del derecho de propiedad, engendra la brecha “*Principal-Agente*” y, por tanto, la necesidad de cubrir dicha

⁴⁸ Véase más adelante que en su concepción extensa, el “*costo de agencia*” puede ocurrir no solo en la relación entre accionistas y administradores de la empresa, sino en general, entre quienes controlan y aquellos que no controlan la empresa. Por ello, se advierte que puede existir un segundo nivel de costo de agencia entre los accionistas mayoritarios y los accionistas no minoritarios, y un tercer costo de agencia, entre los accionistas (*shareholders*) y los demás constituyentes de la empresa (*stakeholders*). Los primeros, en ambos casos, tienen el poder de controlar la empresa, y los segundos, no tienen control.

⁴⁹ DODD, E. Merrick. *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932); Adolf BERLE, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Norte*, 45 Harv. L. Rev. 1365 (1932). En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Idem. p. 3.

brecha, pero también el entendimiento de la empresa como una entidad vinculada no sólo a sus accionistas sino al interés de diversos actores o constituyentes.

1.2.3. *Teorías Modernas*

4) *Teoría del Poder*

Construida sobre la base del *Costo de Agencia*, esta teoría se plantea que existe una lucha constante por el poder entre todos los participantes de la empresa y dicha lucha no solo se limita a coaliciones internas sino también externas. La lucha persigue la competencia y el poder por el flujo de caja de la empresa, pero también numerosos objetivos y valores al interior de ella. Propone, así, la existencia de varios grupos al interior y al exterior de la empresa que compiten y pelean por el negocio y el flujo de caja producido por la empresa, desplazando el concepto de la razón única en torno a ésta y del accionista propietario al cual le deben retornar todas las ganancias del negocio. Desde este marco teórico, existe una lucha constante entre los accionistas, el cuerpo gerencial, los trabajadores y los proveedores por las ganancias derivadas de la actividad empresarial.

5) *Teoría del Nexo Contractual o “Nexus-of-Contractus”*

Esta teoría tiene sus orígenes intelectuales en *Ronald Coase*⁵⁰ y sostiene que las empresas modernas constituyen en realidad un nexo de contratos (“*Nexus-of-Contractus*”) entre múltiples constituyentes. La empresa nace en el mercado y se constituye por diversos contribuyentes que se organizan en base a intereses conjuntos en la medida que esa organización represente un ahorro de costos de transacción de los bienes y servicios que se

⁵⁰ Premio Nobel de Economía 1991. Autor de “The Nature of the Firm” (1937).

ofrecen en el mercado (por eso también conocida como la “*Teoría de Mercado*” o “*Market Theory of the Firm*”). La naturaleza de la empresa, por tanto, importa el uso de la dirección interna de los gerentes de la empresa para controlar el trabajo y otros recursos, en vez de negociar una serie de contratos externos en el mercado a fin de cubrir las necesidades que vayan arribando. Basados en los precios de la oferta y la demanda, cuando el costo interno de control de los recursos alcanza aquellos del mercado, los emprendedores empresariales, sustituyen el mercado externo por el del control interno. La empresa se funda así, en el ahorro de los costos de transacción al interior de la cual los bienes y servicios que se hallan en el mercado y tienen la capacidad de producir más eficientemente y costar menos que tomarlos externamente. La empresa es como un mercado al interior del mercado mismo, una célula económica, una célula del mercado, una organización en la que los bienes y servicios se producen de manera más eficiente y genera menores costos de transacción al integrarlos internamente bajo el control de la empresa, una institución económica y social que agrupa recursos y personas que organizan la producción. Los intereses de cada uno de los contribuyentes en la empresa se negocian y delimitan al interior de la empresa a través de un vínculo contractual (“*Nexus-of-Contractus*”). Consiguientemente esta concepción no ve a la empresa como una criatura del sistema legal del estado (personalidad jurídica asignada por la ley), sino como “*una compleja relación de contratos explícitos e implícitos*” en el mercado en el que derecho corporativo permite que “*los participantes puedan seleccionar el arreglo óptimo que regule los diferentes riesgos y oportunidades involucradas en la economía*”⁵¹. En términos de Jonathan A. Macey, esta teoría ve a las empresas como una relación de

⁵¹ MACEY, Jonathan R.. *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-Shareholders constituencies from a Theory of the Firm Perspective*. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op. cit., p. 42.

obligaciones contractuales celebrada entre diversos grupos con derecho a reclamar el producto y las ganancias obtenidas por el negocio. Estos grupos con derecho o “*group of claimants*”⁵² incluyen no sólo a los accionistas, sino también a los acreedores, gerentes, las localidades comunales en las que se desarrolla la empresa, los proveedores y los clientes los cuales se encuentran unidos por un vínculo contractual ⁵³.

La aproximación teórica aquí tampoco es la del derecho de propiedad en el cual unos son propietarios de los medios de producción y otros no, sino que todos contribuyen, aportan algo y la relación entre los diversos aportantes se rige por el vínculo contractual. Este vínculo sólo se mantendrá vigente en la medida que no sea preferible hacerlo externamente y que la organización permita que la producción sea más eficiente al interior de la empresa que externamente. A menos que la empresa permita obtener óptimos portafolios que aquellos realizados por individuos dispersos en el mercado, los inversionistas no tendrían razón de confiar sus fondos en estas organizaciones⁵⁴. A este grupo de contribuyentes se les denomina “*stakeholders*” o participantes, contribuyentes o constituyentes de la empresa⁵⁵, conocidos en nuestra literatura como “*grupos de interés*” o “*partes interesadas*”, pero que se distinguen de estos últimos, en la medida que cada *stakeholder* es un constituyente corporativo y no solo un interesado o afectado por la actividad empresarial. Anotamos, por tanto, que a nuestro

⁵² Conocidos en el derecho español y Latinoamericano como “grupos de interés”. Véase más en ECHAIZ MORENO, Daniel. Instituciones del Derecho Empresarial. p.608.

⁵³ MACEY, Jonathan R.. Loc. cit.. p. 41. La traducción e interpretación es nuestra.

⁵⁴ BUTLER, Henry N. Butler & McCHESNEY Fred. Op. cit. p. 4.

⁵⁵ A quienes muchas veces en su versión castellana se les ha denominado “*grupos de interés*”, pero cuyo nombre en realidad no contiene el aspecto sustantivo del concepto: la contribución de estos partícipes en el equipo empresarial y no sólo el interés de éstos en la empresa. Por ello preferimos llamarlos “*grupo de constituyentes o contribuyentes*” o simplemente “*stakeholders*” que, además nos ayuda a diferenciarlos de los “*shareholders*” del Paradigma de la Supremacía del Accionista, ya antes comentado. El término “*stakeholder*” es introducido por primera vez en 1984, por R.E. Freeman que replantea esta teoría como parte de la planificación estratégica de la empresa en torno a sus múltiples constituyentes. Su base está en la teoría contractual.

entender el término “*stakeholder*” en nuestra literatura ha sido mal traducido al castellano o mal interpretado por la falta de afinidad del término en el derecho español o latinoamericano.

La teoría contractual desafía así el paradigma de “*Primacía del Accionista*” en el contexto del *GC*. Para el “*Paradigma Contractual*”, la empresa `privada y moderna constituye un nexo de contrato entre diversos contribuyentes de la empresa. El contrato define cada uno de los derechos, beneficios, obligaciones de los participantes en la tarea corporativa. No existe preferencia de un participante sobre los otros. En cambio, cada contribuyente o grupo de constituyentes se merece u obtiene exactamente los beneficios que ha podido negociar con la empresa, nada más y nada menos⁵⁶. En esta medida, esta teoría parece estar en completa contraposición con el *Paradigma de Primacía del Accionista* que establece que el cuerpo gerencial tiene deberes fiduciarios (resumidos en los deberes de cuidado y de lealtad)⁵⁷ exclusivamente con los accionistas, lo cual ha llevado a plantear si estos paradigmas son irreconciliables entre sí o cuál de los dos predomina sobre el otro. Sobre el particular, el mismo Jonathan Macey señala que es posible reconciliar los intereses de estos dos paradigmas a través de la teoría contractual, en la medida que todo puede ser implementado o modificado por el contrato empresarial: “*Simply put fiduciary duties are not all they appear to be. They can be (and frequently are) modified by contract*”⁵⁸. En esta medida, es posible reconciliar la tensión entre el *Paradigma del Accionista* y el *Paradigma Nexus-of-Contractus* si se reconoce que los accionistas pueden flexibilizar el *Paradigma del Accionista*, del mismo modo como se consiente el levantamiento de la responsabilidad limitada, la personería jurídica autónoma de la empresa, la vida ilimitada y la libre

⁵⁶ MACEY, Jonathan R..Op. cit. p. 42.

⁵⁷ Véase sobre el concepto de Deberes Fiduciarios en el próximo capítulo.

⁵⁸ Idem. p. 43.

transferencia de las acciones, elementos esenciales considerados básicos de la personería jurídica de la sociedad, que muchas veces no existe en la práctica empresarial aun cuando las empresas hayan nacido formalmente bajo el cobijo de estos cuatro principios aparentemente inquebrantables de la definición legal de una empresa. En esta medida, bajo esta concepción, el *Paradigma del Accionista* resulta ser más la regla subsidiaria o “*default rule*” que la regla obligatoria

De otra parte, la teoría contractual reconoce también la existencia del problema del *Principal-Agente*, pero a diferencia de Berle y Means, propone que el contrato empresarial y las fuerzas de mercado deben ser los reguladores primarios de la discreción gerencial y consecuentemente de los costos de agencia que reduce el bienestar de los contribuyentes empresariales. Bajo esta perspectiva, la regulación normativa necesariamente toma un segundo lugar y es vista frecuentemente como innecesaria para la solución del conflicto. La empresa es vista como un intercambio mutuo de beneficios (esto es, el contrato) entre diversos proveedores de bienes y servicios de la empresa, muchos de los cuales son informales o implícitos, tales como la buena reputación y la continuidad de los negocios. La parte sustancial de la regulación se halla en realidad en las fuerzas de mercado y no en sanciones legales: la fuerza regulatoria más importante es externa a la empresa y se halla constituida por el mercado y el control corporativo. Este mercado presiona a los gerentes a actuar de la manera más eficiente y más honrada bajo la amenaza de perder su trabajo a través de una adquisición hostil, contienda de poderes, toma de directorios o fusiones. Fuerzas de mercado adicionales ponen presión en los gerentes para actuar de la mejor manera. El mercado de capitales, fuerzas internas y externas que compiten en la búsqueda de talento gerencial, productos y servicios del mercado llevan a los gerentes a maximizar el valor de las

empresas⁵⁹. Ciertamente, dicen Butler & McChesney, el derecho corporativo no deja de jugar un rol indiscutible en la teoría contractual de las empresas, pues provee una “estructura-tipo” de GC, que incluye un cuerpo de remedios legales a los accionistas cuando los gerentes se pasan de la raya. La ley que regula los directorios, las gerencias y funcionarios ilustra esta forma tipo de regulación corporativa. Son los directorios y las normas que regulan la actuación de los directorios, la alta gerencia y los funcionarios las que funcionan como monitores de los agentes sobre los asuntos corporativos. Los directorios proporcionan el mercado por el control corporativo a través del aporte de una fuente interna de monitoreo que presiona a las gerencias a actuar de la mejor manera en beneficio de todos los contribuyentes de la actividad corporativa⁶⁰. Esta idea se aplica extensivamente a las gerencias y funcionarios con cargos directivos en general.

6) *Teoría del Equipo de Producción (“Team Production”)*.

Esta teoría, con la cual coincidimos, aunque con alguna distinción, se funda en dos premisas de la anterior 1) no todos los recursos empleados en la producción empresarial pertenecen a una sola persona o tipo de personas y 2) cada grupo hace una contribución diferente.

Impulsada por los profesores Margarte Blair (economía) y Lynn Scout (derecho), esta teoría tiene sus fundamentos en el ensayo sobre la producción conjunta en la economía realizada en 1972 por Armen Alchian y Harold Demsetz en el que definen a la empresa como el equipo de producción en “la que 1) diversos recursos son empleados...2) los productos no

⁵⁹ BUTLER, Henry N. & McCHESNEY, Fred. Op. cit. p. 5.

⁶⁰ Idem. p. 6. Debemos precisar, sin embargo, que Butler y McChesney se inclinan por la maximización de beneficios de los accionistas. Nosotros hemos acomodado su propuesta a la maximización de beneficios de todos los contribuyentes de la actividad corporativa.

son la suma de partes separables de cada insumo que concurre...3) no todos los recursos pertenecen a una sola persona”⁶¹. “Así, por ejemplo, señalan Margaret Blair y Lynn Stout, *“Considérese un grupo de investigadores expertos que quieren crear una nueva medicina. Cada uno hace una contribución diferente: identificando el ingrediente activo en algún componente y el mecanismo que afecta la psicología humana; diseñando el método de producción; examinando los efectos adversos. Todos los aspectos a ser compartidos en los beneficios esperados, constituirá en última instancia una empresa rentable. No obstante, el resultado de sus esfuerzos -una producción exitosa- es inseparable, dado que es imposible determinar el responsable individual del producto”*, en la medida que todas fueron esenciales en la aventura económica⁶². Se diferencia de la teoría contractual, sin embargo, en que establece que la gran empresa no es tanto un *“nexus-of-contractus”*, explícito o implícito, cuanto un *“nexo de inversiones específicas”* a través de las cuales diferentes grupos contribuyen con recursos únicos y esenciales a la empresa. Estas inversiones tienen un carácter irrevocable a la empresa y son vulnerables a la explotación de los demás miembros, por tanto, difíciles de proteger a través de arreglos contractuales. En este escenario, un número de individuos se juntan para asumir un proyecto como un equipo de producción que requiere realizar inversiones específicas a la empresa. Algunos pueden aportar habilidades técnicas críticas, talento gerencial, mientras que otros aportan canales de comercialización. La falta de capital es proporcionado por individuos con recursos de capital. En esta medida se conforma el equipo de producción. A pesar de sus inversiones irrevocables a la empresa, los miembros del equipo llegan a un balance en el que los aportes se equilibran con los

⁶¹ BLAIR, Margaret M y STOUT, Lynn A.. *A Team Production Theory of Corporate Law*. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op. cit.. p. 54.

⁶²Ibidem.

beneficios. Los conflictos son confiados al directorio, quienes dirigen y controlan la actividad empresarial, pero también arbitran las diferencias e inversiones⁶³.

Bajo la Teoría del Equipo de Producción, los directores no son agentes de los accionistas, sino una jerarquía mediática que supervisa la producción del equipo⁶⁴. El directorio no es fiduciario de los accionistas sino de la empresa, que tiene el objetivo de maximizar el valor total de los intereses combinados de todos los miembros del equipo⁶⁵, esto es, señala Efron, el directorio existe no para proteger a los accionistas *per se*, sino para proteger a las inversiones específicas de todos los miembros del equipo de producción, incluyendo aquellas de otros constituyentes como las de los acreedores y las de las comunidades locales cuando existan fuertes lazos geográficos. Los directores actúan como fiduciarios de la empresa más que como agentes de los accionistas⁶⁶, a través de los cuales los miembros del equipo de producción solucionan sus diferencias más que fungen de intermediarios para llamar la atención de tales diferencias a la jerarquía accionaria de la empresa. La teoría propone así, el fortalecimiento de los intereses de todos los constituyentes del equipo de producción proponiendo un modelo de directorio con mayores funciones de mediación que de monitoreo, donde todos los miembros del equipo le otorgan la autoridad y control a manera de centro corporativo a fin de que trabaje en el mejor interés de la empresa. El interés de la empresa, puede ser entendido como el beneficio combinado de todos los participantes que han realizado inversiones específicas y que conviene en participar en el proceso de mediación interna de la empresa. Los directores son concebidos como jefes

⁶³ Idem. p 55.

⁶⁴ El término mediático se refiere a la capacidad de mediación del directorio. Ver sobre el particular seguidamente.

⁶⁵ BLAIR, Margaret M. y STOUT, Lynn A. *A Team Production Theory of Corporate Law*. En EFFROSS, Walter A.. *Corporate Governance Principles and Practices*. Second Edition. ps. 24-25.

⁶⁶ Ibidem.

independientes que tienen como objetivo no solo servir el interés de los accionistas, sino de la empresa en sí misma.

Una apreciación global de las teorías vistas, nos permite observar que la empresa pasa de ser exclusivamente definida por su carácter público o privado, a una entidad más compleja en la que participan no sólo el estado y los accionistas, sino múltiples constituyentes que proporcionan diferentes aportes a la actividad empresarial y cuya relación es más contractual que monolítica. En su concepción más moderna, no sólo los accionistas importan a la empresa, sino sus trabajadores, proveedores, clientes y, en general, la comunidad en torno a la cual desarrolla sus actividades, cuya constitución múltiple fundamenta y lidera el concepto de empresa del nuevo milenio robusteciendo su original carácter y rol público-privado.

Nosotros, como ya adelantamos, concebimos a la empresa como un equipo de producción cuyo fundamento teórico se prueba con la evidencia empírica de que cada grupo de constituyentes aporta recursos específicos a la empresa y cuyo retorno se coloca entre los múltiples participantes, a través del pago de planillas, el pago de proveedores, el pago de acreedores, el pago de tributos y hoy en día, a través de sus inversiones en gestión ambiental y social, entre otros, además del pago residual de dividendos. En esta medida, la Teoría del Equipo de Producción, hace viable que las empresas puedan hacer coincidentes sus intereses con el interés económico y social de todos sus constituyentes y las comunidades donde desarrollan su actividad, haciendo posible de manera natural la convergencia entre *GC* y *RSE*. Sin embargo, no podemos ser ajenos también, a que este equipo de producción requiere de un nexo contractual que permita hacer posible la organización de la producción y los intereses de cada uno de los inversionistas específicos, protegiendo recíprocamente sus intereses y la colocación equilibrada de recursos económicos. A diferencia de nuestra concepción doméstica, el nexo contractual cubre a todos los participantes del equipo empresarial y no

solo a los socios fundadores⁶⁷, organizando eficientemente la producción y las relaciones internas de la empresa a un costo menor del que podría darse en el mercado abierto, generando una personalidad jurídica propia reconocida por el estado y diferente e independiente de sus inversionistas, lo cual le confiere el carácter organizacional e institucional ya antes mencionado. Este equipo de producción, eficientemente organizado, disminuye los costos de transacción, facilita el mercado, aporta a la oferta y demanda, y constituye conjuntamente con el mercado y el estado, una institución del sistema económico que promueve el desarrollo social.

1.3 Gobierno Corporativo

Concebida la empresa como un equipo de producción en los términos definidos, corresponde abarcar el tema angular de nuestra tesis.

GC es uno de los conceptos claves del mundo empresarial actual y parte de la evolución de las teorías de la empresa recientemente visitadas. El concepto expresa confianza, integridad y eficiencia en el mercado y la promoción del crecimiento económico y la estabilidad financiera⁶⁸. También conocido como “*Buen Gobierno Corporativo*” (*BGC*), es sinónimo de buen manejo empresarial, información, transparencia, eficiencia y, en general, es considerado como un conjunto de reglas, procesos y prácticas que toda empresa debe promover, afianzar y, sobre todo, practicar con ejemplo y liderazgo.

1.3.1 Definición, Evolución y Estado Actual

Una primera definición de *GC* es quizás la más famosa y la más importante, fue dada en 1992 por Sir Adrian Cadbury en el *Report on Financial Aspects of Corporate Governance*

⁶⁷ Véase en el cuarto capítulo.

⁶⁸ KIRKPATRICK Grant. *Global Corporate Governance Guide 2004*. Globe White Page Ltd.2004. p. 45

in the United Kingdom, que dice que GC es el sistema por el cual las empresas son dirigidas (dirección y gestión) y controladas (auditoría y riesgos): “*The system by which companies are directed and controlled*”⁶⁹, concepto que podemos calificar como original e internacionalmente aceptado y, como ya dijimos, el más importante en nuestra consideración⁷⁰. En la dirección y gestión⁷¹ podemos encontrar elementos claves como la organización, los procesos, los objetivos y medición de resultados financieros y no financieros y, en el control, la información, el reporte, monitoreo, manejo de riesgos y auditoría de la actividad empresarial. Según la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo, *OECD*, el propósito de GC es construir un ambiente de confianza, transparencia y eficiencia necesaria para lograr y promocionar la inversión de largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad corporativa, considerando la promoción de mayor crecimiento y la creación de sociedades más inclusivas: “*The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies*”⁷².

El Banco Mundial, por su parte, señala que GC puede ser definido también como un conjunto de mecanismos a través de los cuales operan las empresas en un escenario en el cual, muchas veces, la propiedad se halla separada de la gerencia (dirección y alta gerencia), pudiendo concebirse con diferentes alcances bajo el principio “*one size does not fit all*”⁷³ y

⁶⁹ HOPT, Klaus J. Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional. En Revista IUS ET VERITAS No. 45. Diciembre 2012. p. 98.

⁷⁰ THE WORLD BANK. *Defining Corporate Governance. Developing Corporate Governance Codes of Best Practices. Global Corporate Governance Forum*. 2005. p.1.

⁷¹ Siendo la dirección rol del directorio y la gerencia (alta gerencia) la encargada de la gestión propiamente.

⁷² OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>

⁷³ THE WORLD BANK. Op.cit.. p.4. Bajo el manto de este principio podemos comprender, por ejemplo, el desarrollo de Códigos de GC por sectores económicos (bancos, industriales, etc..), por tipo de empresas

considerando las diferentes necesidades de cada país, sector, tipo y/o tamaño de empresa, entre otros factores ⁷⁴ bajo los principios de flexibilidad y proporcionalidad⁷⁵. En la esfera internacional diversas definiciones de GC en países como Turquía, Bélgica, Kenia, India y el Commonwealth. Turquía define GC en los siguientes términos: “...*El mejoramiento de la imagen del país, la prevención de salida de fondos domésticos, el incremento de inversiones de capital extranjero, el incremento de la competitividad de la economía y el mercado de capitales, disminución de daños provenientes de crisis, la colocación más eficiente de recursos y el mantenimiento de altos niveles de prosperidad...*”. Bélgica señala “...*Gobierno corporativo es un conjunto de reglas y prácticas para gerenciar y controlar las compañías. Un buen modelo de gobierno corporativo consigue su objetivo estableciendo un balance entre el emprendimiento y el control, así como entre la performance y su conformación...*”. Kenia propone que GC “...*puede ser definido como el modo en que se ejerce el poder de la empresa con respecto a sus activos y recursos, con el objetivo de mantener e incrementar el valor de los accionistas con la satisfacción de los demás constituyentes, en el contexto de la misión corporativa...*”. India, a su vez, define GC como “...*la aceptación de la gerencia de los derechos inalienables de los accionistas como verdaderos propietarios de la empresa como fiduciarios respecto de los accionistas. Es el compromiso de valores acerca de la conducta ética en los negocios y de distinguir entre los fondos personales y los corporativos en la gerencia de las empresas...*”. Para el Commonwealth, GC “... *es esencialmente*

(estatales, como el caso del Código de Kenia o privadas como en la gran mayoría de los casos), por tamaño de empresas (listadas en bolsa o para la pequeña y mediana empresa como el caso de Colombia), o por áreas particulares como el caso de los auditores en Sri Lanka o de los directores en Tailandia.

⁷⁴ TSCOMENJI Mathew y VDDIN, Sahzed. *Introduction to Corporate Governance in Less developed and Emergent Economies*. THE WORLD BANK. 2008. p. 2.

⁷⁵ OECD. *Corporate Governance Factbook 2019*. Executive Summary, ps. 171,172.

liderazgo, liderazgo de la eficiencia, liderazgo de la probidad, liderazgo con responsabilidad, liderazgo que es transparente y es diligente...”.

Según el *Foro Global de Gobierno Corporativo*⁷⁶, en la literatura de GC existen dos grupos de definiciones. La primera categoría se enfoca en la conducta corporativa - performance, eficiencia, crecimiento, estructura financiera, tratamiento de los accionistas y otros constituyentes (*stakeholders*). La segunda categoría se enfoca en el marco normativo, esto es, en las reglas bajo las cuales operan las empresas, reglas que provienen del sistema judicial, de los mercados financieros y mercados laborales. La primera categoría cubre temas corporativos interiores a la empresa, que incluye materias como la forma de operar del directorio, el rol de la compensación ejecutiva en la determinación de la performance corporativa y el rol de accionistas múltiples. Bajo la segunda categoría, se hallan aquellas que se concentran en las leyes y regulaciones que gobiernan las empresas y sus efectos en los patrones de conducta de las empresas, inversionistas y otros.

GC también puede ser definido de manera estrecha (*micro*) o amplia (*macro*). Desde la perspectiva *micro*, puede ser entendido como las reglas aplicables a las inversiones de patrimonio en las empresas listadas en los mercados de capitales. Estas reglas pueden comprender requisitos de listado, información privilegiada, revelación de información importante y reglas contables, así como la protección de accionistas minoritarios. Específicamente las reglas financieras se concentran en la protección de los inversionistas externos de la expropiación de los internos, el reforzamiento de los derechos de los acreedores tanto respecto de las garantías como en las regulaciones concursales, las acciones de clase y las composiciones del directorio y la compensación ejecutiva. Según el Foro, este

⁷⁶ THE WORLD BANK. Op. Cit. p.2

tipo de regulaciones se hallarían más cercanas a la definición de *GC* dada por Andrei Schleifer y Robert Vishny en 1997: “*Corporate governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments*”⁷⁷. En su sentido amplio, sin embargo, *GC* puede implicar el aumento del valor de las empresas y la colocación de ese valor entre sus contribuyentes (*stakeholders*). Bajo esta definición amplia, el objetivo del *GC* consiste en maximizar las contribuciones de la empresa a toda la economía, comprendiendo la relación entre los accionistas, acreedores y las empresas; entre los mercados de capitales, las instituciones y las empresas, y entre estas y sus trabajadores, contexto en el cual, *GC* se fusiona con la *RSE*, constituyendo la responsabilidad social corporativa⁷⁸.

En cuanto a la organización de las empresas, *GC* importa el conjunto de normas y prácticas corporativas que regulan la organización y estructura de las empresas, como la estructura, tamaño y responsabilidad del directorio, la estructura de propiedad de las acciones, las relaciones entre los accionistas con control y los minoritarios, la paridad de trato entre ellos, los estándares contables, la participación del estado en la propiedad de las acciones de las empresas, entre otros aspectos relativos a la estructura base, procesos y monitoreo de resultados⁷⁹. En cuanto a la conducta, *GC* importa el conjunto de normas y prácticas corporativas que regulan la conducta de los funcionarios y las empresas, constituidas fundamentalmente por los deberes fiduciarios de cuidado y lealtad que los directores, funcionarios y gerentes deben observar respecto todos los constituyentes

⁷⁷ Ibidem.

⁷⁸ Idem. p. 3. A esta perspectiva se identifica la denominada “Stakeholders Economics” o “Economía de Stakeholders”.

⁷⁹ Entre los más conocidos están el EBITDA (financiero), Utilidad Neta (Net Profit) y los “KPIs” o “Key Performance Index” (*Indices de Performance Claves*) para el talento humano, entre muchos más índices de medición de la actividad corporativa.

empresariales (cumplimiento, ética e integridad). En cuanto al rol de las empresas en el desarrollo económico y social, *GC* importa el conjunto de normas y prácticas empresariales que regulan y canalizan la actividad empresarial en la producción de bienes privados y públicos, que influyen en sus relaciones comunitarias, con el medio ambiente y en la colocación eficiente de ganancias, entre otros, pero que abarca también políticas sobre la participación del estado en la propiedad empresarial, política tributaria, la libertad de empresa y comercio, la protección de la propiedad y los contratos que establecen el patrón macroeconómico y social de la actividad empresarial.

Según lo advertido hasta aquí, tenemos consecuentemente que la dirección y control de empresas a las que se refiere el *GC*, comprende a la empresa desde su organización base interna hasta el impacto que causa en la economía y sociedad en la que desarrolla su actividad, constituyendo por ello un sistema de gobierno interno y externo, en los términos definidos por Cadbury. De acuerdo a lo dicho, entonces, en lo que concierne a nosotros, podemos definir *GC* como un sistema organizacional, regulatorio, de procesos y prácticas corporativas que tienen como objetivo la organización, la conducta y el rol de las empresas en beneficio y armonía de los integrantes del equipo de producción interno y externo y, en esta medida, se halla comprometida con el desarrollo económico y social de las comunidades donde desarrollan su actividad y de la economía y sociedad en general. La dirección y el control de las empresas deben asegurar el beneficio de la empresa en su conjunto, cuidando los intereses de todos los constituyentes empresariales y aquellos de las comunidades donde desarrollan su práctica empresarial. En su extremo crítico, por ello, *GC* y *RSE* se fusionan y se articulan en un solo concepto atravesando transversalmente toda la estructura legal, productiva, económica y social en la que las empresas desarrollan su actividad. *GC* se torna en *RSE* en el cual la dirección y control de las empresas se hallan alineados con los intereses

privados y públicos en los que desarrollan su actividad. La *OECD*, reconoce así, este encuentro entre *GC* y *RSE* en su prólogo reciente del 2015: *“The Principles are developed with an understanding that corporate governance policies have an important role to play in achieving broader economic objectives with respect to investor confidence, capital formation and allocation. The quality of corporate governance affects the cost for corporations to access capital for growth and the confidence with which those that provide capital - directly or indirectly - can participate and share in their value-creation on fair and equitable terms. Together, the body of corporate governance rules and practices therefore provides a framework that helps to bridge the gap between household savings and investment in the real economy. As a consequence, good corporate governance will reassure shareholders and other stakeholders that their rights are protected and make it possible for corporations to decrease the cost of capital and to facilitate their access to the capital market ...”*⁸⁰. La misma organización reconoce, también y, de modo expreso, el papel crítico de los *stakeholders*, en la implementación del *BGC* y el crecimiento empresarial de largo plazo: *“...A key aspect of corporate governance is concerned with ensuring the flow for external capital to companies both in the form of equity and credit. Corporate governance is also concerned with finding ways to encourage the various stakeholders in the firm to undertake economically optimal levels of investment in firm-specific human and physical capital. The competitiveness and ultimate success of a corporation is the result of teamwork that embodies contributions from a range of different resource providers including investors, employees, creditors, customers and suppliers, and other stakeholders. Corporations should recognise that the contributions of stakeholders constitute a valuable resource for building competitive and profitable*

⁸⁰OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>About the Principles>. p.10

companies. It is, therefore, in the long-term interest of corporations to foster wealth-creating co-operation among stakeholders. The governance framework should recognise the interests of stakeholders and their contribution to the long-term success of the corporation...⁸¹.

Debemos agregar a lo dicho, bajo una perspectiva institucionalista, que el *GC* se define adicionalmente por la amplitud de las instituciones y su interface con las políticas regulatorias involucradas en la práctica corporativa (marco institucional), en las que las instituciones financieras, bancos, el mercado y el estado (poderes ejecutivo, judicial y legislativo en el marco del estado de derecho), definen la función y el rol de las empresas en el desarrollo económico y social, por ejemplo, a través de su gestión ambiental y gestión social. Estas funciones regularmente se hallan involucradas con la recolección de fondos y participaciones, la transferencia de recursos en el tiempo y el espacio, gerencia de riesgos, generación y entrega de información, manejo de incentivos y la resolución de conflictos⁸². Por lo dicho, podemos afirmar es transversal al sistema legal, productivo, económico, social y ambiental, hoy, denominado “*Enfoque ESG*”⁸³.

Dentro del marco de lo señalado, téngase presente que la *OECD*, agrega la existencia de una dimensión ética del *GC* que se traduce en la aplicación de cuatro conceptos que aseguren el alineamiento de los intereses empresariales: “*fairness*” o “trato justo”, “*accountability*” actuar para “hacer la cosas lo mejor posible, eficiencia o performance”, “*transparency*” o “informar adecuadamente” y “*responsibility*” o “responsabilidad”. Estos conceptos deben aplicarse en el contexto de un apropiado sistema legal que asegure los derechos de propiedad, un poder judicial independiente y eficaz, procedimientos confiables

⁸¹ Ibid. p. 34.

⁸² Ibidem.

⁸³ “ESG”, son las siglas de “Environmental, Social and Governance”. También conocido como “Enfoque ASG”, por sus siglas en Español “Ambiente, Social y Gobernanza”.

de ejecución de las normas legales y la aceptación del estado de derecho. El sistema debe trascender el mero nivel corporativo y a nivel país, debe presuponer la implementación de adecuados estándares legales, contables y financieros, el respeto a los derechos de propiedad y los contratos, y la lucha contra la corrupción⁸⁴. Paul Coombes y Simon Wong recomiendan adicionalmente la implementación de diversas medidas que abarcan desde la expansión de la codificación, el manejo profesional de directorios y la división de roles del Presidente del Directorio y la consideración de medidas medioambientales y sociales dentro del *GC*⁸⁵.

Siguiendo la línea de lo afirmado, podemos señalar que un adecuado *GC* importa cerrar la brecha “principal-agente”, entendida como el desencuentro - por lo menos teórico⁸⁶ - entre los intereses de aquellos que controlan la empresa frente a sus constituyentes - quienes no la controlan, pero que los nombran o de quien dependen -. Empero, en el escenario de la concepción moderna de la empresa, *GC* importa también la conducción armoniosa de la actividad empresarial con el desarrollo económico y social. El objetivo particular del *GC*, consecuentemente, si bien consiste en reforzar la organización de las empresas, la responsabilidad de los funcionarios y la confianza de los inversionistas en la actividad empresarial, debe además servir de vehículo que facilite el mejor desempeño corporativo con la economía y la sociedad (planeta y gente). Por ello, *GC* debe ser entendido no solo como un vehículo de dirección y control empresarial sino de desarrollo económico y social

⁸⁴ COOMBES, Paul and WONG, Simon. Global Corporate Governance Guide 2004. Best Practice in the boardroom. Op. Cit. p. 28.

⁸⁵ Ibidem.

⁸⁶ El desencuentro teórico aquí aludido, es muy práctico en la realidad si no existe una adecuada gestión con controles y transparencia que asegure la alineación de intereses con la empresa. Por ejemplo, el desmembramiento inoportuno de la presidencia del directorio, de los miembros del directorio o de las gerencias senior, puede causar que el control de la empresa se vaya a los mandos medios o bajos y a ciertos grupos interesados de éstos, con lazos políticos y empresariales que buscan sus propios intereses, algo un tanto rutinario en las empresas estatales.

(Wolfenson 1998, Sinjh & Zammit, 2006, World Bank, 2002)⁸⁷. Nótese, igualmente, que en la medida que el cierre de esta brecha presupone el manejo equilibrado de los recursos en beneficio de todos los constituyentes corporativos, presupone también el empleo eficiente de los recursos corporativos y su capacidad productiva de manera equilibrada con el interés económico y social del plantea y su gente, pues en la medida que la dirección y la gerencia no abuse de su posición de dominio, la creación de valor de la maquinaria empresarial será más eficientemente colocada entre todos los integrantes del equipo de producción (*confluencia de la teoría del costo de agencia con el contenido social de la economía de mercado*), robusteciendo el sistema económico y la sociedad. Apuntando sobre este extremo, Sir Adrian Cadbury señalaba: *“In its broader sense, is concerned with holding the balance within economic and social goals, between individual and communal goals. The governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equity to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, of corporations and society. The incentives to corporations and those who own and manage them to adopt internationally accepted governance standards is that these standards will assist them to achieve their aims and to attract investment. The incentive for their adoption by states is that these standards will strengthen their economies and encourage business probity”*⁸⁸. En este mismo orden de ideas, se pronuncia Ira M. Millstein: *“Corporate governance refers to that blend of law, regulation and appropriate private sector practices which enables the corporation to attract financial and human capital, perform efficiently and thereby perpetuate itself by generating*

⁸⁷ TSCOMENJI, Mathew y VDDIN, Sahzed. Op. cit. p. 2.

⁸⁸ CADBURY, Adrian. *Foreword to Corporate Governance and Development. Developing Corporate Governance Codes of Best Practices*. Global Corporate Governance Forum. Focus 1, 2003. En THE WORLD BANK. *Global Corporate Governance Forum*. 2005

*long term economic value for its shareholders, while respecting the interests of stakeholders and society as a hold*⁸⁹.

En este contexto, vale precisar, entonces, que más allá de los escándalos corporativos suscitados a principios de los dos mil que convocaron la atención y promoción del GC, existen diversas razones estructurales por las que se ha convertido en un tema de suma importancia para el desarrollo económico y social hoy más que en el pasado. El Banco Mundial, señala que entre estas razones se halla el proceso de inversión privada en las economías basadas en el mercado, en el que el desarrollo del GC se ha vuelto crucial. La liberalización de los mercados financieros y el crecimiento de las empresas intermediarias y los inversionistas institucionales, ha generado que la colocación de capital sea más compleja. A esto se suman las reformas estructurales, la desregulación de los precios y el incremento de la competencia, que han expuesto a las empresas a los riesgos de las fuerzas del mercado, generando mayores exigencias en el monitoreo de los capitales, que a la vez, vienen impulsando una mayor necesidad del GC⁹⁰ alineado con el equipo de producción, pero también con el medio ambiente y el desarrollo social. Por ello, la implementación del GC acarrea una serie de beneficios directamente conectados con el desarrollo, como el mejor acceso a las fuentes de financiamiento, un mayor valor de las empresas⁹¹, una mejor performance operativa, la reducción de los riesgos de una crisis financiera, mejores

⁸⁹ THE WORLD BANK. Op. cit. p.5.

⁹⁰ Idem. p. 6.

⁹¹ BOZA DIBOS, Beatriz. El buen gobierno corporativo si paga, y bien. Voces y Opiniones. Revista SEMANA ECONOMICA. Edición del 03 de julio del 2019. En este artículo, por ejemplo, para el caso peruano, Boza se refiere al estudio del Profesor Casas para las empresas listadas en bolsa en el Perú (55 empresas más representativas de la Bolsa de valores de Lima), que el Buen GC arroja una rentabilidad del 2.5% de las empresas con buena gobernanza,

relaciones con otros contribuyentes, mejor gestión de los constituyentes y una mejor participación en la responsabilidad social⁹².

1.3.2 Los principios OECD

La OECD ha definido también *GC* como “*el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas*” según la versión de Sir Adrian Cadbury ya vista. La estructura de *GC* especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre diferentes participantes en la empresa, tales como el directorio, gerentes, funcionarios, accionistas y otros constituyentes, y a su vez establece las reglas y procesos en la toma de decisiones sobre los asuntos corporativos. En esta práctica, *GC* provee también la estructura a través de la cual la empresa establece sus objetivos corporativos así como los medios a través de los cuales se podrán obtener dichos objetivos y su monitoreo”⁹³.

En su esfuerzo de promover un mejor *GC*, desde 1999, OECD tomó una doble iniciativa de desarrollo de un cuerpo de principios y la promoción activa de su empleo. Estos principios se implementaron con el propósito asistir a los gobiernos en su esfuerzo de evaluar y promover el *GC*, así como el de guiar a los reguladores y los participantes del mercado de capitales. Los principios, a su vez, han conformado el marco de desarrollo y discusión de gobierno corporativo con el Banco Mundial en Asia, Latinoamérica, Rusia, Europa del Este y Eurasia⁹⁴. En Latinoamérica dicho esfuerzo se canalizó a través del *White Paper*, impulsor de los Lineamientos para el *BGC* de la Corporación Andina de Fomento. Respondiendo a la experiencia del colapso del sistema de *GC* del 2002 y el 2003, en el 2004 OECD propuso

⁹² Idem. ps. 6-19.

⁹³ BAUMAN, Jeffrey, D.. Op. cit. p. 607.

⁹⁴ KIRKPATRICK, Grant. Op. cit. p. 45.

una reforma fundada en mercados transparentes, prácticas consistentes con el estado de derecho, la implementación de deberes fiduciarios y la protección del inversionista minoritario. En el período 2014-2015 se llevó a cabo una revisión adicional en colaboración con el G20, teniéndose en cuenta las enseñanzas esenciales sobre *GC* extraídas de la crisis financiera, el aumento de las actividades empresariales transfronterizas, los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores y las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja que va desde ahorros privados hasta la inversión empresarial⁹⁵.

1.3.3 Ley Sarbanes-Oxley

A diferencia de los principios OECD, la Ley Sarbanes-Oxley (también conocida como “SOX”) fue promulgada por los Estados Unidos en el 2002 después de la erupción de los escándalos corporativos de Enron⁹⁶ y Worldcom. Considerada como el marco legal obligatorio más importante del mundo sobre *GC*⁹⁷. Entre las medidas más importantes introdujo sanciones criminales para los directores que, con conocimiento suscribieran estados financieros falsos y tuvieran un efecto extraterritorial en aquellas empresas que se hallan vinculadas al mercado de capitales de los Estados Unidos. La norma impulsó al *NYSE* y el *NASDAQ*, las bolsas de valores más importantes de los Estados Unidos, a fortalecer sus requerimientos de *GC*, particularmente asegurando la independencia de los directores, separando el rol del presidente del directorio y a favorecer un rol más activo de los inversionistas institucionales. Esta ley se funda en sus antecesoras la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act of 1933*) y la Ley de Bolsas de Valores de 1934 (*The Exchange Act of 1934*),

⁹⁵ OCDE. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. Ediciones OECD, Paris, 2016. p. 7.

⁹⁶ Sobre este caso, véase más adelante.

⁹⁷ Muchas emisiones globales privadas, públicas y gubernamentales se rigen por sus normas directa o indirectamente y las regulaciones 144^a/Reg S..

y fue recientemente fortalecida en el 2010 por la Ley Dodds-Frank (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*).

1.3.4 El Código Cadbury y otros Códigos de GC

El *Combined Code* para compañías listadas del Reino Unido de 1998, es uno de los primeros y principales códigos de GC a nivel mundial conjuntamente con la SOX. También conocido como el “*Código Cadbury*”, fue elaborado sobre la base de las recomendaciones evacuadas de los Comités de GC de Cadbury, Greenbury y Hampel. Con importantes aportaciones del *Reporte Higgs*, el *Combine Code* fue revisado y modificado en el 2003, abordando áreas relativas a la responsabilidad del directorio, su nombramiento, remuneración y su relación con los accionistas, incluyendo la responsabilidad de los inversionistas institucionales⁹⁸. Otros temas abordados por el *Combined Code* son el diseño de remuneraciones orientadas por resultados, la responsabilidad de los directores no ejecutivos en el cuidado, habilidades y diligencia, así como la publicidad de los acuerdos de gobernanza.

Otros Códigos y referentes de GC se encuentran en los Informes de Olivencia y Aldama en España, el Informe Winter de Inglaterra, La Directiva de Transparencia Mínima de la Unión Europea, el White Paper para Latinoamérica y Código de GC de la Comunidad Andina y la Corporación Andina de Fomento.

Como podemos observar de este recuento de normas y principios que implementan el marco regulatorio de GC, si bien la preocupación formal se focaliza en alinear los intereses de quienes controlan la empresa con el interés de aquellos que la constituyen (control), el

⁹⁸ THE WORLD BANK. What are Corporate Governance Codes of Best Practice?. Op. cit. p. 23.

propósito de fondo se halla en alinear el rol de las empresas con la economía y sociedad (dirección). Véase en este sentido lo señalado complementariamente por la OECD y el Banco Mundial sobre GC. Así, para OECD “...*Gobierno Corporativo es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas. La estructura de gobierno corporativo establece la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la empresa, tales como el directorio, gerentes, accionistas y otros constituyentes, y señala las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los asuntos corporativos...*”⁹⁹ mientras que para el Banco Mundial GC. “...*responde al mantenimiento del balance entre los objetivos económicos y sociales y entre los objetivos individuales y comunales. El entorno de gobierno está allí para reforzar el empleo eficiente de los recursos y para requerir igualmente el empleo responsable de los mismos. Su objetivo consiste en alinear en la medida de lo posible los intereses de los individuos, las empresas y la sociedad...*”¹⁰⁰.

1.4. Responsabilidad Social de las Empresas

La *Responsabilidad Social de las Empresas* (“RSE”) se funda igualmente en la evolución del pensamiento empresarial que percibe a la empresa en su rol social y el quehacer del sector privado y la empresa en el desarrollo económico y social, afianzando la tarea de las normas de GC como una extensión en su propósito de proteger y desarrollar los intereses de la empresa y aquellos de los constituyentes del equipo de producción y la sociedad. La RSE calza, en esta medida, con el marco teórico corporativo y el concepto amplio de GC antes propuesto.

⁹⁹ BAUMAN, Jeffrey, D. Op.cit. p. 607.

¹⁰⁰ Ibidem.

1.4.1 Definición

Terminológicamente acuñada por el economista Milton Friedman en 1962¹⁰¹, la *RSE* importa la implementación de conductas y prácticas responsables de gerencia, producción y distribución empresarial concordantes con el desarrollo sostenible¹⁰² y la satisfacción de demandas sociales, que forma parte de la *responsabilidad y ciudadanía corporativa*. Parfraseando a Cherryl L. Wade, la *RSE* verifica su fundamento en la medida que la empresa emplea, compra, provee bienes y servicios de la sociedad y para la sociedad, por lo que tiene responsabilidad con la sociedad en la que se desarrolla. El impacto de su actividad no solo alcanza a sus accionistas, empleados, proveedores y acreedores, sino, muchas veces, a la nación en su conjunto¹⁰³. Por eso se dice que a través de la *RSE*, la empresa asume una responsabilidad de cara a la “res publica”¹⁰⁴ y se distingue de meros actos de filantropía o posicionamiento estratégico¹⁰⁵.

En la mira central de la *RSE*, están las prácticas amigables con el medio ambiente y la mejora de las condiciones laborales de los trabajadores, pero, además, comprende otros aspectos sociales como el desarrollo de base, la creación de infraestructura, educación, salud, seguridad y, en general, el desarrollo sostenible de la sociedad consideradas como intereses de los contribuyentes o constituyentes corporativos y la sociedad. Su propósito, por tanto, se centra fundamentalmente en los intereses de los constituyentes sociales que giran en torno a

¹⁰¹ EFROSS, Walter A. *Corporate Governance: Principles and Practices*. Second Edition. 2013. Pg. 502. Véase el texto de Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, 166. (1962). Aunque éste sostenía que la mayor responsabilidad corporativa de las empresas consistía en maximizar las ganancias.

¹⁰² En términos, por ejemplo, de la *Economía Circular*, que contempla políticas de producción y consumo sostenibles con el medio ambiente.

¹⁰³ WADE, Cherryl L. *Corporate Governance as Corporate Social Responsibility: Empathy and Race Discrimination*. Originalmente publicado en 76 *Tulane Law Review*, 1461-1482 (2002). En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Corporate Governance. Op. cit. p. 248.

¹⁰⁴ SERVAIS, Jean Michel. Algunas reflexiones más sobre una cuestión espinosa: la responsabilidad social de las empresas. En *REVISTA DERECHO PUCP* 64. p. 100.

¹⁰⁵ ERMIDA UGARTE, Oscar. Responsabilidad social de la empresa: Ética, marketing o Derecho?. En *REVISTA DERECHO PUCP* 64. ps. 84, 85.

la empresa y la sociedad misma que significa en pocas palabras, empresas generando educación, proveyendo salud, dotando de infraestructura y oportunidades de negocios, entre otros, a los ciudadanos más necesitados y a aquellos afectados por la actividad empresarial en las cuales se desarrollan, cuyos costos son integrados a la cadena de producción.

Como puede advertirse de lo dicho, en la línea de base de esta concepción, se encuentran las teorías modernas de la Teoría de las Corporaciones y *GC* que expresan a la empresa en su entorno social pero además la misma teoría de la economía de mercado con contenido social que impone a la empresa y el mercado un rol económico y social en el desarrollo. La *RSE*, por tanto, surge del propio pensamiento empresarial en el marco de la economía de mercado con contenido social que promueve a la empresa un rol económico y social proactivo. Ambos conceptos, son reguladores de la conducta corporativa, que se retroalimentan con miras a promover un ambiente apropiado de desarrollo económico y social en el marco de la democracia capitalista.

1.4.2 Perspectiva Global

El carácter global de la *RSE* se desarrolló originariamente como una preocupación íntimamente vinculada a las empresas multinacionales (*MNEs*), que concentran gran parte del comercio internacional y del flujo y reflujo de inversiones a nivel global. Según informa, por ejemplo, el *World Investment Report del 2011* de la *UNCTAD*, al 2010 existían aproximadamente 65,000 empresas transnacionales que concentran más de dos tercios del comercio mundial, que producen más de un tercio del producto bruto global y cuyas transacciones han alcanzado al 2010, más de 16 trillones de dólares¹⁰⁶. Solamente entre 1999

¹⁰⁶ UNCTAD, World Economic Report, 2011.

y el 2010, las *MNEs* crecieron de más de 55,000 a alrededor de 65,000 empresas, uno por ciento de las cuales corresponde a empresas estatales (*SOCs*). Según el mismo reporte, para el 2010, el flujo de inversión extranjera directa (*FDI*) conducido por las *MNEs* hacia los países en vías de desarrollo llegó a alcanzar más del cincuenta por ciento del total, superando por primera vez, el flujo destinado a los países desarrollados. Estas cifras explican rápidamente la razón por la cual la responsabilidad social de las empresas se concibe vinculada a la *FDI* y la actividad de las *MNEs*.

La problemática global vinculada a la *RSE* se ha concentrado tradicionalmente en la regulación de dos áreas críticas vinculadas a la expansión de las *MNEs*: el área medioambiental y el área laboral y social¹⁰⁷. Veamos de manera no exhaustiva el desarrollo de estas tres áreas críticas.

a. Regulaciones Medioambientales

Aquí la preocupación internacional se centra en los problemas medioambientales que puede acarrear el traslado de los centros de producción de los países desarrollados a los países en vías de desarrollo con regulaciones medioambientales menos costosas y sostenibles, en la búsqueda de ahorros productivos. Así tenemos, por ejemplo que, como advierte *Cynthia Williams*¹⁰⁸, si bien el *Environmental Protection Agency* de los Estados Unidos implementó a principios de los dos mil regulaciones integradas respecto de disposición de contenidos tóxicos y contaminantes en la industria de pulpa y papel de los Estados Unidos, a través del

¹⁰⁷ Hoy comprendidas en el concepto ESG/ASG.

¹⁰⁸ WILLIAMS, Cynthia A.. *Corporate Social Responsibility, in the Era of Economic Globalization*, originariamente publicada para el U.C. Davis Law Review, 2002 por los Regentes de la Universidad de California. En JOO, Thomas W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Corporate Governance.Op.cit.. ps. 30-38.

NAFTA, ciertas *MNEs* norteamericanas podrían haberse desplazado a México que tiene una legislación medioambiental más relajada y, en esta medida, burlado el contenido de la legislación medioambiental local de las empresas estadounidenses. La industria de pulpa y papel es menos móvil que otras industrias, comenta Cynthia Williams, pero otras como las de muebles, fabricación de automóviles, electrónicas y semiconductores industriales podrían mudarse fácilmente¹⁰⁹.

La evidencia muestra, no obstante, que la evasión de las regulaciones medioambientales a través de su mudanza a otros países con menor capacidad de regulación, no parece ser la decisión típica. Primeramente, porque algunos proyectos de mayor impacto medioambiental como la producción y transporte de energía no pueden trasladarse. Esto sucede con proyectos mineros, petroleros, gasíferos, carboníferos y otras explotaciones minerales que solo pueden ser extraídos en el lugar donde se encuentran. En segundo lugar, estudios realizados por el *World Trade Organization* (“*WTO*”) demuestran que el fortalecimiento de las regulaciones medioambientales, por ejemplo, en los Estados Unidos, llegan a incrementar los costos de producción de las industrias extractivas en apenas entre 1% y 2%, lo cual, no resulta en motivos importantes que puedan justificar la movilidad y traslado de las plantas industriales a otros lugares de menor regulación medioambiental. En tercer lugar, un número de estudios ha acreditado que aún, cuando las empresas pudieran tomar ventaja de regulaciones medioambientales débiles de los países anfitriones donde llevan a cabo su producción, no tienen necesidad de hacerlo, pues las *MNEs* tienden a emplear tecnologías estandarizadas en sus plantas o procesos de producción.

¹⁰⁹ Idem. p. 33.

Lo dicho, sin embargo, no importa que una vez tomada la decisión de sacar ventaja de la legislación medioambiental débil del país anfitrión, las *MNEs* no consideren estos bajos estándares como altamente relevantes en sus mecanismos de producción, como en el caso de la industria del calzado y vestido, de ciertos regímenes promovidos por el *WTO* y los tratados de libre comercio como el *NAFTA*¹¹⁰. De allí la problemática que giró en torno a las preocupaciones medio ambientales, que por ejemplo, pusieron en tela de juicio para nuestro país la actividad desplegada por algunos proyectos mineros y petroleros desarrollados antes del año dos mil, que demostraron poca responsabilidad con las externalidades que dicha actividad podía producir respecto de actividades económicas paralelas como la agricultura y la ganadería a la par que con el desarrollo de base de las comunidades en las que se desarrollaron (La Oroya, Talara, Ilo y, más recientemente, Conga y Tía María, la región amazónica, entre otros proyectos) son claros ejemplos de estas externalidades que se refundan en la memoria colectiva de nuestro país¹¹¹.

b. Regulación Laboral

Los potenciales efectos de la globalización en torno a las relaciones laborales constituyen la otra gran fuente de controversia relacionada a la *RSE* en la medida que la globalización y la competencia de los países en vías de desarrollo por la inversión y la competitividad, ha debilitado la capacidad de los estados para regular adecuadamente las condiciones laborales de los trabajadores captados por las *MNEs*. Compañías americanas, japonesas, alemanas y más recientemente chinas, que concentran el mayor número de *MNEs*

¹¹⁰ Idem, p. 34. Desde el 2020, *NAFTA* fue sustituido por el *USMCA* (United States Mexico, Canada)

¹¹¹ Aunque siendo estrictamente cuidadosos, esta afirmación requiere de mayor investigación y sustento para los alcances de este trabajo, pero expresa de alguna manera, la percepción social sobre Cerro de Pasco Mining Copper Corporation, International Petroleum Company, Petroperú y Southern Copper corporation of Perú. La problemática en este sector abarca, de otra parte, el balance que debe existir entre la inversión y la permisología extrema y extensa que debilita el clima de inversiones en el país.

a nivel global, ciertamente desplazan sus plantas de producción a países en vías de desarrollo en la búsqueda de menores costos salariales, como es el caso de los textiles, vestido y calzado. Los menores costos salariales se hallan asociados generalmente a regulaciones débiles en otros aspectos vinculados, como las normas de salud y seguridad de los trabajadores asociados a la producción. Como señala *Cynthia Williams*, parte del concepto de globalización importa la irrelevancia creciente de la geografía en los medios de producción, en la medida que nuevas tecnologías relacionadas a la transacción global de bienes, las ventajas de las computadores y del internet, lo vienen haciendo cada vez más posible¹¹². En este escenario, es cada vez más posible para los bancos americanos y europeos, y empresas de crédito o compañías de seguros, localizar sus “*back offices*” (oficinas administrativas) en India, Tailandia o Indonesia¹¹³.

La movilidad aludida implica un serio problema para el desarrollo de la *RSE* vinculada no sólo a menores costos laborales, sino también a condiciones extremas o excesivas de trabajo, en las que puede llegarse a pagar por debajo del mínimo salarial o demandarse el trabajo de un mayor número de horas superiores a las ocho horas tradicionales. Implica, además, el potencial incremento de las desigualdades de percepción de ingresos entre los trabajadores calificados, los semi-calificados y los no calificados a nivel de los países emergentes, pero que en general, ha contribuido a crear una brecha de ingresos diferenciada entre los ingresos del mundo desarrollado y el emergente, aunque esto ha tendido a variar desde los últimos años de los 2000¹¹⁴.

¹¹² Ibidem.

¹¹³ Ibidem.

¹¹⁴ Según OECD, al 2008 las MNEs han tendido a pagar mejores salarios y ofrecer mejores condiciones laborales que sus contrapartes demésticas. Mayor información se puede encontrar en *The Impact of Foreign*

1.4.3 Facilidades Esenciales y Gestión Social

La *RSE* de hoy en día, no sólo se limita al contenido medioambiental y laboral aquí discutidos, que son los espacios regularmente ocupados por el debate en torno a ella, sino que además incluye el contenido social relativo al alivio de la pobreza, capacitación, la creación de infraestructura y desarrollo de base, desarrollo de circuitos económicos y, en general, programas de generación de espacios de oportunidades que buscan el desarrollo de las poblaciones del entorno de producción y, complementariamente, de aquellas más necesitadas, temas que hoy comprenden lo que se denomina gestión social. Este concepto tiene entre sus fundamentos el conjunto de reformas de segunda generación promovidas por el Banco Mundial y las *IFIs* en torno al ajuste estructural de las economías aplicadas desde fines de los ochenta y que terminó, a fines de los noventa, con un crecimiento económico carente de desarrollo social (reformas de primera generación) en medio de una crisis mundial y que hicieron evidente el giro de la *RSE* hacia una etapa más comprensiva y más progresista de la relación empresa, entorno, gobierno y sociedad civil, en la búsqueda del bien común y el desarrollo para todos ya comentado anteriormente. La carencia de una adecuada gestión social tanto privada como estatal, son ejemplo de lo que ha venido desencadenando en el país, una ola de protestas y paralización de inversiones mineras y petroleras, además de otras inversiones de infraestructura básica en salud, educación y tecnología, a lo que se ha sumado la ola de corrupción en todos los niveles y sectores de la sociedad peruana.

Cierro esta sección, señalando que hoy en día, es casi imposible por, no decir, imposible la viabilidad de grandes y medianos proyectos de inversión en todos los sectores

Direct Investment on Wages and Working Conditions. OECD-ILO Conference on Corporate Social Responsibility, 23-24 June 2008, OECD Conference Centre, Paris, France.

de la producción si no se cumplen con los estándares globales ambientales, sociales y de gobernanza, los cuales son analizados detalladamente en los “*data rooms*” de los bancos de inversión y estudio de abogados encargados de la estructuración y colocación de bonos y acciones en los mercados globales, los cuales son debatidos crudamente en los “*road- shows*” previos a la apertura de libros de demanda. Ciertamente el proyecto es castigado o simplemente no ejecutado.

1.5 El Vínculo Corporativo entre GC y RSE

Teniendo como base todo lo dicho hasta el momento, veamos los lazos entre *GC* y *RSE*.

1.5.1 El Vínculo Teórico

Bajo la Teoría de las Corporaciones esbozada y en el marco de la economía de mercado, la empresa sirve los intereses de todos los participantes del equipo de producción, incluyendo aquellos de la economía y la sociedad en la que desarrolla sus actividades, permitiendo conciliar los objetivos de *GC* en el marco de la *RSE*.

Como ya se ha visto, en su extremo más amplio –y sustancial- *GC* equivale a la *RSE* (*ESG/ASG*). Ambos conceptos responden a la conducción responsable de la empresa y sus constituyentes, con la economía y la sociedad en la que se desenvuelve. Ambos conceptos se sustentan en la economía de mercado con contenidos social que promueve a la empresa como un vehículo de desarrollo económico y social, en la que *GC* y *RSE* son instrumentos críticos para lograr estos objetivos, contribuyendo a solucionar la brecha *principal-agente* y la brecha social.

En este contexto, las empresas desarrollan sus actividades con un propósito privado pero también con propósito público, compartiendo con el mercado y el estado la tarea del

desarrollo económico y social, que William Allen cataloga como una concepción pendular de la empresa que oscila entre lo privado y lo público, desarrollando una coexistencia pendular aparentemente inconsistente, pero que en sustancia aloja pacíficamente el concepto privado y el propósito social de las empresas¹¹⁵.

Allen encuentra que el sustento teórico de esta coexistencia de propósitos privados y públicos se ha podido explicar en parte en la influencia del concepto de beneficio de corto y largo plazo adoptado en el sistema norteamericano: *“Los gastos corporativos que a primera vista parecen no maximizar beneficios, pueden ser compensados con el reconocimiento que estos pueden convertirse en un beneficio de largo plazo a favor de la empresa, sus accionistas y demás constituyentes. Consecuentemente, sin el propósito de abandonar la idea que los directores le deben lealtad a los accionistas y a sus intereses financieros, el sistema legal fue capaz de aprobar gastos corporativos razonables con propósitos de caridad o bienestar social u otras acciones que no maximizan el beneficio de corto plazo”*¹¹⁶. La utilidad del concepto largo plazo y corto plazo permite resolver la tensión entre las teorías divergentes de la empresa de modo tal que ofrece la posibilidad de proteger a los accionistas, al mismo tiempo que permite la existencia de suficiente espacio al concepto multi-constituyente y social de sus operaciones: *“The long-term/short-term distinction preserves the form of the stockholders oriented property theory, while permitting, in fact, a considerable degree of behavior with a view that sees public corporations as owing social responsibilities to all affected by their operation”*¹¹⁷.

¹¹⁵ ALLEN, William T. Op. cit. Op. cit. p. 34

¹¹⁶ ALLEN, William T. Idem. p. 35. La traducción es nuestra.

¹¹⁷ Ibidem.

El concepto de largo y corto plazo también ha sido muy útil para plantear el modelo mismo de *RSE* frente al clásico de maximización de beneficios, que verificamos a continuación.

1.5.2 El vínculo Económico-Financiero: Del Modelo de Maximización de Beneficios al Modelo de Responsabilidad Social

Como se ha podido observar, es posible la transformación misma del Modelo de Maximización de Beneficios al de *RSE*. El punto consiste en determinar en qué medida la evolución misma del pensamiento económico (productivo), financiero y legal puede cuestionar el clásico Modelo de Eficiencia de las empresas que tiene como propósito sustancial la maximización de beneficios para los accionistas y que se funda en la *teoría de hierro* de las finanzas “riesgo-rentabilidad”, que asigna a los accionistas la propiedad de los recursos y el beneficio residual de las ganancias derivadas de la actividad corporativa, sancionando lapidariamente como meta única de la empresa la generación de ingresos para sus accionistas, para reemplazarlo por uno de *RSE*. ¿Es esto posible y explicable dentro del marco de lo visto? La respuesta a la interrogante planteada es que por el contrario a lo que se podría pensar, el modelo de *RSE* contribuye a la creación de valor, el fortalecimiento de la integridad del mercado y la generación de ingresos de la empresa en el largo plazo. Veamos por qué ayudados por las explicaciones de la propia Lynne L. Dallas, una de las principales referentes actuales del *stakeholderismo*.

Dallas señala que en el *Modelo de Eficiencia*, la estructura de gobierno más eficiente de la empresa es aquella en la que el beneficio para los accionistas (o ingreso neto o “*profit*”) sirve de factor de dominio en el proceso de decisión corporativa: “*De acuerdo a la teoría de los incentivos residuales, los accionistas tienen el incentivo de emplear los recursos*

empresariales de la manera más eficiente, dado que son los propietarios de esos recursos y reciben solo los ingresos netos que esos recursos pueden producir. Consecuentemente, las empresas que son gerenciadas bajo la aprobación de sus accionistas, constituye la forma más correcta de gerencia desde el punto de vista del estándar de eficiencia. Bajo la perspectiva del costo de agencia, la participación de los accionistas en el directorio constituye la forma más eficiente de conducir las empresas.... De esta manera, la eficiencia es fortalecida teniendo a los intereses de los accionistas como factor de control en las decisiones corporativas. Así también, de acuerdo con la perspectiva del costo de la transacción, los accionistas realizan inversiones específicas en activos en la empresa, que presumiblemente sólo pueden ser obtenidas bajo la promesa de que éstas van a ser operadas en beneficio de ellos mismos. Este arreglo contractual contribuye entonces a la viabilidad de las empresas que no podrían existir si no fueran eficientes”¹¹⁸.

Contrariamente al objetivo único de persecución de ingresos, Dallas señala que, por ejemplo, en la Teoría del Poder, las empresas persiguen numerosos objetivos, aun de manera inconsistente y que el modo de operar no necesariamente es eficiente, pero puede contribuir con la adaptación de la empresa a su ambiente¹¹⁹: *“Implícito a este modelo está que la lucha al interior de la firma, y entre coaliciones externas e internas, no se concentran en resolver entre la eficiencia o ineficiencia de la forma de operación de la empresa, o los acuerdos que deben ser adoptados, sino sobre las metas y valores que deben ser perseguidos por la empresa”*. Consecuentemente, bajo este enfoque las empresas persiguen o pueden perseguir

¹¹⁸ DALLAS, Lynn L.. *Two Models of Corporate Governance: Beyond Beal and Means*. Originalmente publicado en 22 University of Michigan Journal of Law Reform 19 (1988). Derechos de Autor 1988 Lynne L Dallas. Reimpresión con permiso. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy* Op.cit. Pg. 9. La traducción es nuestra.

¹¹⁹ Ibidem.

múltiples metas en su actividad y no solo una única meta exclusivamente concentrada en el ingreso - *de sus accionistas* -.

Nótese que no hay nada en lo dicho por Dallas sobre la Teoría del Poder, que haga que esta multiplicidad de metas no pueda extenderse a otros modelos *stakeholderistas* y consecuentemente a la *RSE*. Además, como la propia Dallas señala, la maximización de ingresos no necesariamente constituye sinónimo de lo que más le convenga a la sociedad: “*La eficiencia no siempre es un concepto neutral*”¹²⁰, pues puede ser parcializada, en la medida que algunos teóricos de la eficiencia señalan que ésta es “*value-ladden*”, es decir, parcializada: “...*Las empresas que maximizan beneficios no son aquellas que sobreviven en el tiempo. Aun si sobreviven, la utilidad de esa sobrevivencia es parcializada*”. Agrega Dallas que “*la maximización de beneficios para sus accionistas, no necesariamente se traduce en el fortalecimiento del valor de los activos bajo gerencia...*”¹²¹.

Veamos dos casos en los que se verifican estos supuestos.

i) El caso Enron

Quizá la forma más dramática de ilustrar lo dicho por *Dallas* se expresa en lo sucedido con Enron, una empresa cuya gerencia llevó al máximo el principio de eficiencia y la búsqueda de ingresos, sin tomar en cuenta a sus mismos accionistas, sus trabajadores e inversionistas, llegando en el año dos mil a cotizar sus acciones en casi \$90 por acción y en el 2001 a \$0.60 por acción, constituyendo la mayor bancarrota corporativa de los Estados Unidos. Como señala William Bratton, la caída de Enron fue una falla del sistema de *GC* de los Estados Unidos - por cierto el más envidiado del mundo - en la medida que la Enron de Ken Lay y Jeff Skilling, al igual que la General Electric de Jack Welch, persiguió la

¹²⁰ Idem. p. 10.

¹²¹ Ibidem.

maximización de beneficios para sus accionistas y propuso un plan de negocios plausible e innovativo, pero a diferencia de General Electric, cayó bajo la más mundana de las razones: su gerencia sufrió del comportamiento negativo de los emprendedores: sobrestimó lo bueno y sufrió de impaciencia, persiguieron la numerología de la ganancia de corto plazo que su plan de negocios no podía entregar y persiguieron la realización inmediata del valor del accionista que los llevó a ser proclives al alto riesgo, se involucraron en un manto de especulación apalancada, manipulación de ingresos y fraude y falta de revelación de información relevante que llevó a Enron al colapso: “*Breaking stories defied explanation- \$ 30 million of self-dealing by the chief financial officer. \$ 700 million of net earnings going up by smoke, \$ 1.2 billion of shareholders’ equity disappearing as if by erasure of a blackboard, more than \$4 billion in hidden liabilities – and all in a company viewed as exemplar.*”¹²².

Es de notar, entonces, que en el caso de Enron no sólo falló el Modelo de Eficiencia, pues se inclinó a favorecer el *self-dealing* de la gerencia, sino que además en su búsqueda del beneficio de corto plazo, sacrificó el largo plazo y la llevó a la bancarrota de un año para otro. El caso de Enron puede extenderse a la “América Corporativa” o “*Corporate America*” de los Estados Unidos que incluyeron investigaciones a Cedant, Sunbeam, Xerox, Lucent, Qualcomm, American International, Coca-Cola, IBM y General Electric¹²³. Así, mientras el Modelo de Eficiencia sacrifica muchas veces el largo plazo por el corto en la búsqueda del beneficio inmediato, otra de las leyes de hierro de las finanzas clásicas, el modelo de *RSE* busca el beneficio de largo plazo en la búsqueda del fortalecimiento de la integridad del

¹²² BRATTON, William. Enron and the Dark Side of Shareholder Value. Originariamente publicada en Tulane Law Review 1275-1361 (2002). Reimpresa con permiso. En JOO, Thomas W..*Corporate Governance, Law*, Idem. p. 17.

¹²³ Referida por William Bratton. Idem. p. 20.

mercado (largo plazo) con la inclusión de los intereses de todos sus contribuyentes-constituyentes (*stakeholders*) que a su vez, hace más perdurable sus ganancias y su actividad productiva.

ii) *Dodge v. Ford Motor Co.*

El caso contrario lo podemos encontrar en 1919, en los albores del pensamiento moderno sobre las empresas en *Dodge v. Ford Motor Co.*¹²⁴, uno de los más famosos casos sobre la función de las empresas en la sociedad en los Estados Unidos. En el caso la Corte Suprema de Michigan confirmó el fallo de la Corte Superior condenado a la Ford Motor Co. (la *Ford*) a pagar \$ 19 millones de dólares en dividendos especiales y \$ 1.2 millones en dividendos declarados a los hermanos Dodge, pero revirtió el extremo en el que la obligaba a frenar el plan de expansión de la empresa y la mejora de las condiciones de vida de sus trabajadores, sus clientes y las comunidades en las que desarrollaba sus operaciones.

La demanda fue entablada por los hermanos Dodge, dos accionistas minoritarios, contra la Ford Motor Co., Henry Ford y otros directores de la empresa, con la finalidad de obligar a la Ford al pago de dividendos, frenar la construcción de la nueva planta de la compañía en River Rouge y otros remedios. La demanda se interpuso en un contexto en el cual, los hermanos Dodge tenían el 22% de las acciones de la empresa, eran uno de los más grandes proveedores de la compañía y habían empezado a fabricar automóviles compitiendo con la misma Ford. La decisión de la Ford de no pagar dividendos especiales que se pagaban regularmente privó a los Dodge del financiamiento necesario para la fabricación de sus automóviles, además de restarles competitividad en un escenario en el cual la Ford venía

¹²⁴ 204 Mich.459, 170 N.W. 668 (1919). En Bauman, Jeffrey D.. *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*. Seventh edition. Op. cit. ps. 77-86. La traducción es nuestra.

continuamente reduciendo el precio de los automóviles. La corte inferior, sin embargo, falló a favor de los hermanos Dodge en todos los extremos de la demanda, el cual fue apelado y visto por la Corte Suprema.

En su análisis la Corte Suprema encontró que para 1916, año en que los demandantes plantearon su demanda, la Ford había concluido su más próspero año, vendiendo más de 500,000 autos. La venta de autopartes y reparaciones se incrementarían necesariamente. Aun cuando esto generaría un incremento en los costos de materiales y los costos laborales, se esperaba razonablemente una utilidad del orden de los \$ 60,000,000 millones de dólares. En justificación a la política de dividendos cuestionada, la Ford había probado que por años había venido reduciendo el precio de los automóviles al mismo tiempo que venía mejorando la calidad de sus productos.

En 1915, la compañía implementó un plan de expansión de su capacidad productiva con el objeto de llevarlos a la producción de alrededor de un millón de autos, es decir, prácticamente a doblar su producción. Este plan no contempló la disminución del precio de los vehículos. Para 1916, sin embargo, el plan varió contemplando la disminución del precio de los vehículos, del orden de \$80 por unidad, disminuyendo el precio de \$440 a \$360 por auto, lo cual estimaba la reducción de las utilidades a una suma del orden de los \$48,000,000 millones de dólares. Este plan, consecuentemente, no contemplaba la obtención de ganancias inmediatas que generara mayores beneficios para los accionistas sino menores beneficios.

En este contexto, los Dodge alegaron que este tipo de planes en realidad tenían el propósito explícito de convertir a la empresa en una entidad caritativa en vez de organización de negocios. Justificando este dicho, los demandantes hicieron alusión a la actitud y expresiones que Henry Ford, presidente y fuerza dominante de la empresa, había tenido sobre el particular: “*Mi ambición*” dijo el señor Ford, “*es emplear aún más gente, distribuir los*

*beneficios del sistema industrial al mayor número de gente posible, ayudarlos a construir sus vidas y sus casas. Para hacer esto, reinvertimos la mayor parte de nuestras ganancias en el negocio”*¹²⁵ .

Analizando este argumento, la corte dijo: “Con respecto a los dividendos, la compañía paga 60% de su capital de \$ 2,000,000 millones de dólares, o \$1,200,000 millón de dólares, dejando \$58,000,000 millones de dólares para la reinversión en el crecimiento de la empresa. Esta es la política del señor Ford en el presente, y los demás accionistas se hallan dispuestos a aceptarlo....Se le ha preguntado al señor Ford lo siguiente:

Pregunta: Por cuánto tiempo no piensa pagar dividendos,...ha pensado hacerlo en el futuro?

Respuesta: No.

Pregunta: Esto es indeterminado en el futuro?. Respuesta: Es indeterminado. Si, señor.

En realidad Ford sostuvo en muchas ocasiones que sólo quería una pequeña utilidad de su emprendimiento: *“I hold this (view) because it enables a large number of people to buy and enjoy the use of a car and because it gives a large number of men employment and good wages. Those are two aims I have in my life. But I would not be counted a success if I could not accomplish that at the same time make a fair amount of profit myself and the men associated with me in the business”*¹²⁶. Según la corte “... Su testimonio crea la impresión que el señor Ford piensa que la Ford Motor Co. ha hecho demasiado dinero, con grandes utilidades, y que más utilidades están por venir, en razón de lo cual, compartir con el público, reduciendo el precio de los productos, es una buena política. En este sentido, no tenemos

¹²⁵ BAUMAN, Jeffrey D.. *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*. Seventh edition. Op. Cit. Pgs.80-81. La traducción es nuestra.

¹²⁶ Idem . p. 83.

duda que ciertos sentimientos de filantropía y altruismo, son créditos del señor Ford que influyen la política de la Ford Motor Co., lo cual es materia de análisis”¹²⁷.

Decidiendo sobre el caso, la corte sostuvo: “La pregunta en este caso, es si los directores han actuado en el mejor interés de la empresa. En este sentido, no se debe confundir entre los deberes que el señor Ford concibe que él y sus accionistas deben tener con el público en general y los deberes que él y sus codirectores tienen sobre sus accionistas minoritarios reclamantes. Una empresa se organiza y desarrolla primeramente para beneficio de sus accionistas. Los poderes de los directores deben ser empleados en tal fin. La discreción de los directores debe ser ejercida en el empleo de los medios para conseguir tal fin, y esta no se extiende a cambiar el fin en sí mismo, a la reducción de utilidades, o a la no distribución de las utilidades entre los accionistas con el objeto de emplearlos en otros fines....No nos encontramos, sin embargo, persuadidos que esta corte deba interferir con la propuesta expansión de los negocios de la Ford Motor Co....Es reconocido que los planes deben ser hechos para el largo plazo, considerando la competencia, con la idea de una empresa con continuidad y simultáneamente con la capacidad de generar utilidades inmediatas. La experiencia de la Ford Motor Co. ha demostrado que es capaz de gerenciar sus asuntos corporativos. La compañía se ha financiado con dinero del público para la ejecución de su plan y los altos salarios pagados a sus directores ejecutivos y empleados no ha disminuido, En este sentido, no vemos que dicho plan amenace los intereses de los accionistas. En consecuencia, se confirma el pago de dividendos ordenado por la corte inferior y se revierte el fallo en todos los demás extremos”¹²⁸.

¹²⁷ Idem. p. 80.

¹²⁸ Idem. p. 82.

Sobre este particular, Jonathan Macey, en su artículo “*A Close read of an Excellent Commentary on Dodge. v. Ford*”¹²⁹ cuestiona el papel de los abogados de Ford en el caso, pues señala que la razón por la que Ford perdió parte del caso fue muy simple. Ford no le dio otra opción a la corte que fallar en su contra cuando señalaba que estaba desarrollando una estrategia diferente de la maximización de beneficios para los accionistas, que como director de la empresa era su obligación: “En vez, Ford sostuvo que él prefería emplear el dinero de la empresa con la finalidad de construir autos más baratos y mejores así como pagar mejores salariosQué hubiera pasado si Ford hubiera sostenido que en realidad con sus acciones estaba maximizando los beneficios de sus accionistas, cuyo objetivo era incrementar la porción de mercado del negocio, y que la estrategia de disminuir el precio de los autos era crítica a dicho fin?. Supóngase, además, que Ford hubiera tomado la posición razonable de sostener que, para obtener el éxito de este fin, la empresa requería de empleados leales, experimentados y capacitados y que, en esta medida, el incremento de sus salarios era consecuente con dicho fin. Ford habría ganado el caso de una manera muy simple”¹³⁰.

Lo visto en el caso, sostiene Macey, establece que en la medida que la estrategia seguida por los directores de la empresa sea la de maximización de beneficios para los accionistas, estos pueden emplear los medios que consideren convenientes en la consecución de tal fin. Pero a nuestro parecer, prueba además, que la disminución del precio de los productos así como el incremento de la calidad de los mismos en beneficio de la sociedad y el incremento de los salarios de los trabajadores, no riñen con dicho fin, visto desde una perspectiva de largo plazo, en la cual tampoco, la maximización de beneficios en el corto

¹²⁹ Idem. ps. 83-85. *Va Law & Bus. Rev.* 177, 183-184 (2008).

¹³⁰ Idem. p. 83. La traducción es nuestra.

plazo resulta ser contraproducente. La prueba concreta de todo esto es que, a diferencia de Enron, Ford sigue en el mercado después de ciento diez años, aproximadamente.

1.5.3 El Vínculo Ético

Debe agregarse además de lo dicho, que el *stakeholderismo*, punto de encuentro obligado entre los conceptos de *GC* y *RSE*, se halla alimentado de elementos de diversos pensamientos que han soportado por siempre la economía liberal desde una perspectiva individual y comunitaria.

Esta conducta, a la que Rusell Kirk ha denominado de consistencia entre el libre mercado, la propiedad privada, la competencia y victoria de la virtud¹³¹, constituye desde una perspectiva ética, una combinación y transformación de diversas corrientes éticas y virtudes sociales que promueven el mercado y que van desde el individualismo conservador hasta el progresismo comunitario, con sus distinciones, y que Bainbridge ha bautizado como la lucha entre “*la Empresa v. el Leviatán*”¹³² (entre el individualismo y el estatismo). Así, por ejemplo, el autor señala que a diferencia de la mayoría de los contractualistas¹³³, vinculados al liberalismo clásico del *Hombre Económico* (“*Economic Man*”), los contractualistas conservadores más vinculados al *stakeholderismo*, tienen su fundamento en la tradición Burkeneana que rechaza el culto al individualismo autónomo. El conservadurismo Tory propone una comunidad del espíritu, vinculada entre sí a cadenas de costumbres, reglas, lealtad y honor. Los conservadores creen que, en todos los aspectos de la vida, incluyendo las relaciones intra-empresariales, siempre existen relaciones de confianza, acuerdos

¹³¹ BAINBRIDGE, Stephen. *The Corporation v. Leviathan*. En *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of progressive Corporate Law Scholarship*. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op.cit. p. 79.

¹³² Idem. p. 85.

¹³³ Vinculados a la Teoría del Nexo Contractual de las Empresas o “Nexus-of-Contractus” de Ronald Coase.

implícitos, expectativas y compromisos que deben ser honrados. La teoría del *Hombre Económico* es entendida desde esta perspectiva, como una teoría social incompleta, en el que la eficiencia económica debe ceder el paso, en ciertos casos, a la virtud. Esta es la teoría que por ejemplo ha sido reformada en el nuevo modelo de economía de mercado, pues incorpora la visión social del desarrollo.

En la evaluación del régimen legal, por tanto, señala Bainbridge, el contractualismo conservador se preocupa no sólo por la eficiencia, sino también por el orden social y la virtud. El contractualismo conservador no solo se preocupa por el *pareto* óptimo del régimen legal sino también por la capacidad de éste para empoderar la virtud de sus ciudadanos o si el régimen promueve la libertad, la tiranía o la licencia. Señala Bainbridge, que en estos elementos se puede observar la comunidad de valores entre el contractualismo conservador y el comunitarismo progresivo, por lo menos en algunos aspectos retóricos: la virtud expresamente requiere un compromiso de actuar contra el interés personal, algo que el *Hombre Económico* nunca haría, dado que el *Hombre Económico* es un individuo autónomo y un calculador racional puro, conducta que a los conservadores los deja ciertamente insatisfechos, precisamente porque esta conducta carece de la importancia de la intermediación de las instituciones sociales o de la virtud.

En la medida se puede observar que el movimiento comunitario mantiene una obvia atracción por las posiciones conservadoras, señala Bainbridge: “*In their view, intermediary institutions such as churches, schools and social clubs develop citizens a shared set of values: virtue, trust, responsibility, and the like. Inculcation of these values often runs afoul of the state-sanctioned cult of the autonomous individual...*”¹³⁴. No obstante, concluye el autor, un

¹³⁴ BAINBRIDGE, Stephen. Idem. p. 79.

examen más cercano de ambas corrientes da cuenta de una ruptura de la aproximación entre los conservadores y los progresistas: “A pesar de la existencia de algunas similitudes retóricas entre ambas corrientes, los conservadores y los progresistas abrazan diferencias y valores largamente incompatibles. Donde los Tories se preocupan por la virtud, los progresistas se preocupan por la autorrealización. Donde los Tories se preocupan por los derechos de la propiedad privada, los progresistas se preocupan por los impactos de los humanos en el ambiente....estas diferencias llegan a su máximo punto en el contraste de su entendimiento acerca del rol del estado...”¹³⁵ Señala Bainbridge que los comunitarios progresistas proclaman que la agenda del derecho corporativo se halla directamente vinculada al monopolio del estado sobre el empleo de la coerción existiendo un cierto apego a las ideas estatistas y socialistas en el sentido clásico -como opuesto a la democracia liberal- aunque se distingue por un corte más individualista, lo cual, como dijimos antes, constituye un giro en grado pero no en género. Según esta corriente, entonces, los progresistas proponen el establecimiento de un código de honor y confianza al cual los actores corporativos se adhieran, pero ese código de conducta debe ser establecido por el estado o como dice William Bratton: “la confianza es un commodity frágil, que para obtenerlo requiere una fuerza coercitiva anterior”¹³⁶ impuesta por el estado (“Coercive backstop”). La diferencia de esta aproximación con la de los contractualistas conservadores -explica Bainbridge-, se puede encontrar en la diferencia entre la ética principista y la ética de la virtud. La ética principista es practicada por aquellos que proponen reglas para la solución de problemas. En un sistema ético principista, la realización de una vida moral consiste principalmente en el cumplimiento de las reglas obligatorias de un código de conducta establecido por la sociedad. En contraste,

¹³⁵ Ibidem. La traducción es nuestra.

¹³⁶ Idem. p. 81. La traducción es nuestra.

la ética de la virtud rechaza la existencia de códigos de conductas dando preferencia al juicio individual de las personas. En este último sistema, la vida moral consiste en el ejercicio privado de la verdad, el coraje, la justicia, el perdón y la práctica de otras virtudes¹³⁷.

El riesgo de la visión progresista para Bainbridge, es que, en un sistema social dominado por la ética principista, la definición de aquello que constituye honor y confianza es pre determinado por el concepto de honor y confianza de los jueces y los burócratas estatales. La posición conservadora de la corriente contractualista, según el mencionado autor, proclama por su lado que es posible abrazar valores comunitarios sin que ello implique abrazar toda la carga estatista y socialista que trae consigo el comunitarismo. En esta medida, es posible el desarrollo de la actividad empresarial en la cual se formen comunidades de intereses entre sus diferentes miembros y que la empresa sirva como un cuerpo social intermediario que ayude de catalizador entre el individuo y el estado. Un sistema legal que busque la generación de riqueza debe permitir necesariamente la libertad individual para el logro de la riqueza. La libertad económica es necesaria para la libertad individual: ambas funcionan mano a mano. En este sistema, la regulación del estado es también esencial para la preservación de la libertad y la práctica de las virtudes, sin que sea necesario llegar al estatismo mismo.

1.5 Conclusión

GC es el sistema de dirección y control de empresas que en su visión amplia permite ver a la empresa como un vehículo económico y social. Es posible desde la visión de las teorías modernas de las corporaciones, la implementación y el ejercicio del *GC* en el marco

¹³⁷ Idem. p. 82.

de la *RSE*, que ambos conceptos se hallan directamente vinculados y que expresan conjuntamente el ejercicio de la práctica empresarial en una economía de mercado con contenido social, en el que la empresa asume un preponderante liderazgo en el desarrollo económico y social, al lado del mercado y el estado.

En este escenario, es posible concluir que *GC* y *RSE* constituyen en un punto un solo concepto, dos caras de la misma moneda que regulan la empresa, su actividad e impacto en la economía y la sociedad en la que se desarrolla, fusión que encuentra su fundamento en la empresa como una célula del mercado, como un fragmento de éste, en el cual se integran y organizan eficientemente bienes, servicios, capital, tecnología y recursos humanos en la producción. Esta célula de mercado, integra y organiza los recursos que de la sociedad en la cual existe, por lo que la empresa termina siendo un vehículo no solamente económico sino también social, que gira no sólo en torno a su equipo de producción, sino de toda la economía y la sociedad. La dirección y control de las empresas, por ello, debe asegurar el bienestar de su equipo de producción considerando todos sus constituyentes y también su entorno económico y social, haciendo posible el *GC* en el marco de la *RSE*, hoy conocido como Enfoque ASG.

Desde la economía de mercado y la Teoría de las Corporaciones, la implementación y el ejercicio del *GC* en el marco de la *RSE*, por tanto, se hallan directamente vinculados, son complementarios en su propósito privado y público y, pueden consiguientemente, reexpresarse uno en función del otro, a través de la concepción de *Teorías del Equipo de Producción* y del *Nexus-of-Contractus* que conciben la empresa como un equipo de producción y una institución fundamental del desarrollo económico y social, que al lado del mercado y el estado, deben asegurar el bienestar de sus ciudadanos. Los vínculos teóricos, económicos y éticos así lo acreditan.



CAPÍTULO SEGUNDO

DEBERES FIDUCIARIOS COMO LÍNEA DE BASE DE GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS

En este capítulo veremos el gran despliegue jurisprudencial y normativo que comprenden los Deberes Fiduciarios, compuestos por los Deberes de Cuidado y de Lealtad, y que constituyen el cuerpo duro de carácter legal que son aplicados y administrados a los directores de las empresas y aquellos funcionarios corporativos que toman decisiones sobre los recursos de las empresas y el impacto de la actividad productiva en las comunidades donde desarrollan sus actividades, el medio ambiente y la sociedad, constituyendo así la línea de base de la buena gobernanza en el marco de la *RSE*. Asimismo, analizaremos estos deberes a la luz de sucesos y circunstancias críticas de la actividad empresa como en el caso de las adquisiciones hostiles y la protección a los accionistas minoritarios.

2.1 Deberes Fiduciarios

Es preciso incorporar a nuestra hipótesis sobre *GC* en el marco de la *RSE*, la teoría de los Deberes Fiduciarios (“*DFs*”) desarrollada en el derecho angloamericano y fundamentalmente en las cortes del estado de Delaware en los Estados Unidos¹³⁸, en la

¹³⁸ Aunque la fiducia, el contrato de fideicomiso y los deberes emanantes de él, se encuentra en Egipto, Roma, en la Ley Salica de las tribus germanas y en la historia china, en los cuestionamientos de auto examinación

medida que constituye piedra angular de la base jurídica de la dirección y control de las empresas (GC), del derecho corporativo y del derecho moderno en general. En su sentido más amplio, los *DFs* pueden convertirse también en una herramienta sustancial del desarrollo económico y social, que adecuadamente suministrados en el quehacer corporativo y social, pueden hacer posible la generación de confianza en la actividad empresarial y económica, un *commodity sine qua non* del desarrollo. Veamos en qué consiste y por qué lo aquí afirmado.

2.1.1 Definición e importancia de los Deberes Fiduciarios

Fundado en los deberes impuestos por el *common law* al fiduciario del contrato de fideicomiso, los *DFs* se fueron extendiendo paulatinamente en las cortes angloamericanas por analogía a otras relaciones donde existía una relación fiduciaria, incluyendo en ellas a los deberes impuestos a los directores (donde se concentran y son estratégicos), los gerentes y otros funcionarios y asesores corporativos en el manejo y administración de los recursos empresariales, aplicando los mismos deberes que aquellos impuestos a los fiduciarios del contrato de fideicomiso en el manejo de la propiedad fideicometida¹³⁹. Estos deberes, cuyo contenido específico comprende los deberes de cuidado y de lealtad de la fiducia encargada, consisten en la obligación genérica y legal de promoción de los intereses de los representados al grado que exista una justificación equitativa de la confianza depositada por los principales a sus agentes, de manera que los intereses confiados sean los únicos considerados en los asuntos encargados.

realizados por Confusio, por lo que algunos autores como Joseph F. Johnson, reputan los deberes fiduciarios como principios de derecho natural.

¹³⁹ Debemos anotar, sin embargo, que hoy en día, estos deberes se extienden no solamente a los directores, sino a los gerentes, oficiales y asesores corporativos, entre ellos, los auditores, contadores y abogados, entre otros. Esta lista no es exhaustiva porque dependerá de los hechos y circunstancias del caso a quienes podrían también comprender la regla.

La relación fiduciaria se genera cuando se crea una relación de confianza en la cual una de las partes (*principal*) deposita su confianza en la otra (*agente*), y esta otra, tiene superioridad e influencia resultante sobre la primera¹⁴⁰. Para *Scallen*, la relación fiduciaria se origina cuando (1) existe dependencia o vulnerabilidad de una parte en relación con la otra que (2) resulta en un poder conferido por una parte a la otra (3) de tal manera que la parte que otorga el poder no tiene la capacidad de protegerse o cubrirse asimismo y (4) este poder ha sido solicitado o aceptado por la parte a quien se impone la obligación fiduciaria¹⁴¹. Los dos primeros elementos, dependencia y vulnerabilidad, encarnan el elemento del encargo de confianza o “*entrustment*” de la relación fiduciaria, que los jueces - señala *Scallen* - denominan como el “*trust context*” y la entrega y colocación de la fe en alguien, refiriéndose a esta entrega de confianza como un activo intangible, y la confianza en la que alguien se apoya, como si hubiera sido encargada a un fiduciario. Por ello, señala Ulberg, “*trust*”, “*entrustment*” y “*reliance*” constituyen el corazón de las transacciones y arreglos denominados fiduciarias y ello ocurre en la actividad corporativa en la medida que ingentes recursos económicos del público (accionistas), de los trabajadores, los proveedores, los acreedores y de las comunidades son gestionados por los directores, gerentes y funcionarios de las empresas (los últimos como agentes de los primeros, denominados principales), así como en otras relaciones de confianza. En este marco, los *DFs* regulan las relaciones de quienes dirigen y controlan las empresas y los recursos corporativos de la empresa y los

¹⁴⁰ Gerson v. Gerson (179 Md. 171,177, 20 A2d. 567,570 (1941), En ULBERG, Alan. Fiduciries: Myths & Realities. Georgetown University Law Center.2006. Op. Cit. p. 32. En Gerson vs. Gerson, una corte de Maryland señala que existe una “aplicación flotante” del principio fiduciario, el cual, se extiende a cada caso posible en el que exista una como hecho una relación de confianza.

¹⁴¹ SCALLEN, Eilen. Promises Broken v. Promises betrayed: Methaphore Analogy, and The New Fiduciary Principle. 1993. UILL,L.Rev. ps. 901,022-023. En ULBERG, Alan. Fiduciries: Myths & Realities. Georgetown University Law Center.2006. p.25.

constituyentes empresariales asegurando desde su sustrato legal una adecuada gestión de la actividad empresarial a través de los deberes de cuidado y lealtad.

Los *DFs* provienen del contrato de fideicomiso (en castellano) o contrato de *trust* (en inglés) o del latín *fides* que significa confianza, cuyo contenido sustancial “*confianza*” está directamente vinculado a un sustrato ético, social y hasta religioso de la fe (confianza es tener fe en alguien o algo) extendido al mundo corporativo y económico. Por ello, los *DFs* se encuentran altamente integrados a una cadena de valores éticos y virtudes sociales convertidos con el tiempo en normas jurídicas que hoy en día regulan la dirección y el control de la actividad empresarial al más alto nivel (y otras actividades como la asesoría legal, económica y contable, entre otras), pero que además han propulsado los códigos de ética y *accountability* del sector privado y estatal. En este contexto, los *DFs* constituyen punto de encuentro entre valores como la moral, la justicia y la virtud social, con el derecho - corporativo- , a partir del cual, estos valores se convierten en normas jurídicas (*DFs*, *GC* y *RSE*) con el objeto de regular la conducta empresarial y cualquier otra actividad en la cual una parte representa los intereses de la otra, imponiendo aquello que es correcto, justo, honesto, transparente y hasta honorífico, por aquello que es meramente legal o estrictamente moral cuando de una relación fiduciaria se trata. Como afirma el *Juez Cardozo* en el caso *Meinhard*: “...*Many forms of conduct permissible in a workday world for those acting at arm’s length are forbidden to those bound by fiduciary duties. A trustee is held to something stricter than the morals in the marketplace. Not honesty alone, but the punctilio of an honor of the most sensitive, is the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the “desintegrating erosion” of particular exceptions. Only thus has the level of conduct for*

fiduciaries been kept at a level higher trodden by the crowd. It will not consciously be lowered by any judgement of this court...¹⁴²”.

En el marco de lo dicho, debemos distinguir, sin embargo, la relación fiduciaria del contrato de fideicomiso, en la medida que a la primera sin constituir un contrato de fideicomiso, se le aplican las reglas primarias del contrato de fideicomiso, por lo que se dice, que basta con la existencia una relación de las características anotadas, para que se le apliquen las reglas fiduciarias. Téngase presente además que el avance jurisprudencial y normativo de los *DFs* se ha desarrollado en tal medida, que se podría hablar inversamente de una relación de género a especie, en el que los *DFs* constituyen el género y el contrato de fideicomiso, la especie.

En lo económico, dado que se trata de la regulación de la conducta adecuada de quienes administran los recursos corporativos, los *DFs* se hallan ligados al desarrollo del capital social, que tiene a la confianza y al respeto a la confianza como un activo en el grado de *commodity* fundamental del mercado, una externalidad de extrema necesidad en el desarrollo económico y social, concepto que calza perfectamente con los conceptos de *GC* y *RSE*. Como señala Francis Fukuyama en su artículo sobre Virtudes Sociales y Creación de la Prosperidad, *en la sociedad actual es muy difícil concebir la vida económica en ausencia de un mínimo de confianza*¹⁴³. Seligman, anota de la misma manera, que la idea de la confianza como una condición en la interacción entre la moral y los agentes económicos ha llegado a ser un componente central de los principios de intercambio generalizado, o incondicionalidad económica, que estructuran y median el trabajo del mercado en la sociedad

¹⁴² Mainhard v.Salmon. 249. N.Y. 458, 164 N.E. 545. (Cardozo, C. J.). Sentencia del 31 de diciembre de 1928.En ULBERG, Alan. Fiduciries: Myths & Realities. Op.cit.. ps.6-10.

¹⁴³ FUKUYAMA, Francis. The Social Virtues and the Creation of Prosperity. 1995. En ULBERG, Alan. Fiduciries: Myths & Realities. Op.cit.. ps. 11-19.

contemporánea¹⁴⁴. Concluye el autor que los conceptos de “confianza” y principales que depositan su confianza y agentes en quienes se deposita la confianza han sido esencial en la organización, la estructuración y creación de los mercados financieros y comerciales. En esta misma medida, los *DFs* colaboran con la disminución de la brecha de intereses entre el principal y el agente descrito por la Teoría de la Corporaciones y promueven una dirección y control adecuado de los recursos empresariales.

Históricamente las cortes americanas han articulado el concepto de *DFs* como compuesto de dos obligaciones básicas ya anotadas al principio de esta sección, aunque muchas veces difíciles de diferenciar: el Deber de Cuidar y el Deber de Lealtad, que son los deberes básicos del *BGC*. El Deber de Cuidar es el deber de los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión y administración, de actuar en el mejor interés de la empresa y con el cuidado razonable en la toma de decisiones de los asuntos corporativos, que son las obligaciones legales que dan contenido a los conceptos de *GC* y *RSE*. El Deber de Lealtad es el deber de los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión y administración, de actuar en buena fe, en la creencia que lo hacen en el mejor interés de la empresa y de sus accionistas, y no en interés propio.

Veamos para beneficio de lo que estamos señalando estos deberes con mayor acercamiento y cómo se tornan en instrumentos de *GC*, reiterando a manera de precisión que si bien muchas veces los casos presentados involucran solo a los directores, la regulación y precedentes en la materia, ha extendido los *DFs* a los gerentes y otros funcionarios

¹⁴⁴ ULBERG, Alan. Op.cit. Pg. 19. Seligman, Adam. The problems of Trust. 1997. ps. 170-171. Aclara Ulberg que el término de incondicionalidad es usado por Seligman para describir principios de intercambio generalizado que representan el entendimiento básico y común que permite el funcionamiento de una sociedad y su economía.

corporativos con capacidad de decisión y administración, o que opinan o contribuyen en la toma de una decisión, que incluye una larga lista de asesores internos y externos entre abogados, contadores y auditores - y en general, para todo aquel que presta un servicio o provee un bien para otro, bajo el principio “*caveat vendor*”¹⁴⁵-.

2.1.2 El Deber de Cuidar

La primera regla de los *DFs* consiste en el Deber de Cuidar los recursos corporativos. Bauman señala que aun cuando el Deber de Cuidar ha sido primariamente desarrollado por las cortes, las pautas generales sobre la definición de este deber se pueden encontrar en el artículo 8.30 del MBCA¹⁴⁶, que establece:

- “... (a) Cada miembro del directorio o comité del directorio, debe actuar (1) de buena fe y (2) de manera tal que el director razonablemente crea que sea en el mejor interés de la empresa.
- (b) Los miembros del directorio o comité del directorio, al momento de informarse en su función de tomar decisiones o al momento de prestar atención en el ejercicio de su función de supervisar, deben realizar sus tareas con el cuidado que una persona en una posición similar creería razonablemente apropiada bajo circunstancias parecidas...”¹⁴⁷

¹⁴⁵ La responsabilidad es del vendedor

¹⁴⁶ Model Business Corporation Act, modelo legal corporativo preparado por la Sección de Negocios de la American Bar Association.

¹⁴⁷ BAUMAN, Jeffrey D.. *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*. Seventh edition. Op. cit. p.635.

Nótese, primero, que la norma regula la actuación del directorio, que es donde se encuentra la mayor responsabilidad sobre la gestión empresarial y el que debe liderar la gobernanza de las empresas, aunque como ya señalamos antes, el Deber de Cuidar se extiende a todos los ejecutivos con márgenes de decisión, personal, asesores internos y externos.

El autor precisa que el lenguaje del artículo es meramente aspiracional, como lo es el lenguaje de la gran mayoría de códigos que regulan el concepto, en la medida que describe el ideal de la conducta de los directores o un estándar de conducta extensivo a la alta gerencia y funcionarios que toman decisiones corporativas. No existe una definición específica de los conceptos de buena fe y el mejor interés de la empresa que se imponen como conducta a los directores en las funciones de decisión y supervisión, aun cuando si precisa que la conducta debe aplicarse a estas dos funciones del directorio. La razón de esta falta de especificación está en que estos estándares, si bien aspiran a establecer una determinada conducta de los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión, deben distinguirse de las causales de responsabilidad frente a la empresa y sus accionistas. Según Eisenberg, un estándar de conducta es un patrón o norma que establece cómo un actor debe conducir una actividad o jugar un rol determinado. Un estándar de responsabilidad, establece los elementos de evaluación que tendría que emplear una corte a fin de imponer responsabilidad a dicho actor¹⁴⁸; empero ambas conductas podrían ser idénticas en uno y otro caso, aunque la responsabilidad se halla normalmente relacionada a una conducta groseramente negligente (negligencia grave).

¹⁴⁸ Ibid. p. 636.

El Profesor Ulberg, señala, por su parte, que una idea común del Deber de Cuidar requiere que los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión, (1) se hallen razonablemente informados (2) al participar en las decisiones y (3) que lo hagan de buena fe y con el cuidado ordinario de personas prudentes en similares circunstancias ¹⁴⁹ de acuerdo a las necesidades particulares. Apunta Ulberg, que cualquiera de estos estándares de conducta, requieren un empleo eficiente de tiempo por los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión. Aun cuando no se pueda señalar que cualquiera de ellos es esencial, se espera el cumplimiento de estos elementos a fin de satisfacer el Deber de Cuidar, lo cual puede ser requerido legalmente. Esta participación adecuada de los directores encuentra su expresión, por ejemplo, en la debida asistencia a los directorios, el empleo de un juicio independiente, la toma de decisiones informadas, la toma de decisiones de fuentes fidedignas, la adecuada delegación de funciones, etc..

2.1.2.1 La Regla del Criterio de Negocios

Comprendida dentro del Deber de Cuidar, la Regla del Criterio de Negocios o *Business Judgement Rule*, exige determinada conducta a los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión, pero también los protege en el caso de responsabilidad por decisiones de negocios que resultan en pérdidas para la empresa. Formada en las cortes, la regla se define como la presunción que, en la toma de una decisión de negocios, los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión, han actuado informándose debidamente, de buena fe y en la creencia honesta que

¹⁴⁹ ULBERG, Alan. Op. Cit. p. 14.

la decisión empresarial ha sido tomada en el mejor interés de la empresa. En la ausencia de abuso de dicha discreción, las cortes deben respetar la decisión tomada. La carga de la prueba se encuentra en la parte que cuestiona la decisión (*Aronson v. Lewis*, 473, 2d 805, 812 Del. 1984¹⁵⁰). Nótese aquí, entonces que, si la decisión empresarial ha sido tomada siguiendo la regla, las cortes no tienden a sancionar los directores, gerentes o comités por haber tomado una mala decisión de negocios. En otras palabras, la Regla no importa la sanción por una decisión de negocios en sí misma, en cuyo caso las cortes han proscrito su interferencia, sino la conducta del director o gerente en el proceso toma de la decisión. Como señala Ulberg: “*Even where a corporate action has proven to be unwise or unsuccessful, a director liability arising therefrom if he or she acted in good faith in a manner reasonably believed to be in corporation’s best interest, and with independent and informed judgement*”¹⁵¹. El juez Ralph Winter opina sobre el tema lo siguiente:

“...Es engañoso pensar que normalmente los directores y funcionarios de una empresa van a ser encontrados responsables por el simple incumplimiento de sus obligaciones. Así, mientras en el caso de un conductor que incurre en un error de velocidad o distancia que lesiona a un peatón será llamado a responder por los daños que causa, un funcionario que incurre en un error de juicio económico o de negocios, pierde la preferencia de un consumidor o la implementación de una línea de producción, va a ser muy raramente sancionado por los daños sufridos por la empresa. Cualquiera que sea la terminología, el hecho es que la responsabilidad es raramente atribuida a

¹⁵⁰ BAUMAN, Jeffrey D.. Op. cit. p. 638.

¹⁵¹ ULBERG, Alan. Op. cit. p.60.

funcionarios corporativos por el simple hecho de haber tomado una mala decisión de negocios y este rechazo ha sido claramente establecido en la doctrina de la regla del criterio de negocios. Ciertamente, la regla ha sufrido innumerables cuestionamientos académicos...”¹⁵²

Consecuentemente, un director, gerente o funcionario que toma una decisión de buena fe se hallará por lo general protegido de tener responsabilidad frente a la empresa y/o sus constituyentes bajo la *Regla de Criterio de Negocios*. Anota Ulberg: “*La regla establece que una corte, en una acción iniciada por la empresa o sus constituyentes, ..., no reexaminará las decisiones tomadas por éste, si dicha acción y/o decisión fue tomada de manera razonable en la creencia que se trataba del mejor interés de la empresa, con criterio informado e independiente..*”¹⁵³. Así, por ejemplo, en *Shlensky v. Wrinkley* (95 III. App.2d 173,237, E. 2d 776 1968), la corte señaló que aun cuando la decisión de los directores pudiera ser correcta o incorrecta, ésta no tenía jurisdicción sobre la decisión tomada por el directorio de la *Chicago Nacional League Club (Inc.)* de no programar los partidos de baseball en el horario nocturno, en la medida que no había indicios de haber sido tomada de manera fraudulenta, ilegal o con conflicto de interés¹⁵⁴. En el caso, *Shlensky*, un accionista minoritario, demandó al director *Wrinkley*, a otros directores de la empresa y a la empresa misma, por negligencia y mala gerencia alegando como causa la programación de juegos diurnos de los *Chicago Cubs*, equipo profesional de baseball que era de propiedad de la empresa. En su demanda *Shlenky* señaló que mientras los demás equipos de la liga profesional programaban sus

¹⁵² BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. p. 642. La traducción es nuestra.

¹⁵³ ULBERG, Alan. Loc, cit.

¹⁵⁴ BAUMAN, Jeffrey D..Op. Cit. Pg. 640.

partidos de noche y en esa medida captaban más público y recursos financieros para sus empresas, los *Chicago Cubs* jugaban de día y ello limitaba el acceso del público a los juegos programados para el equipo, generando la pérdida de ingresos financieros. Según *Schlensky* dicha decisión había sido tomada por influencia de *Wrinkley* quien tenía la convicción personal que el juego de baseball era un juego diurno y que la instalación de luces en el campo de baseball de propiedad del equipo, iba a tener un efecto negativo en el vecindario en el cual se encontraba el campo de juego. El demandante señaló que el rechazo de instalar las luces en el campo de juego y programar los partidos de los *Chicago Cubs* de noche, no se hacía en beneficio de la empresa sino por las convicciones personales de *Wrinkley*. Dichos actos eran arbitrarios y caprichosos y, en esa medida, no constituían una adecuada gerencia de los recursos corporativos y más bien calificaban como actos de desperdicio de activos.

La corte señaló que para que pueda interferir en las decisiones corporativas, en el caso debía existir fraude o la violación de la buena fe del directorio que justifique dicha intervención (Véase en *Dodge v. Ford Co.* 204 Mich, 459, 170 N.W. 668). En esta medida, la corte señaló que no se encontraba persuadida por la demanda que sostenía que los directores habían actuado en perjuicio de sus accionistas: “... *For example it appears to us that the effect on the surrounding neighborhood might well be considered by a director who was considering the patrons who would or would not attend the games in the park were in a poor neighborhood. Furthermore, the long run interest of the corporation in its property value at Wrigley Field might demand all efforts to keep the neighborhood from deteriorating...*”¹⁵⁵. Por tanto, según el fallo, la corte no tenía por qué decidir si la decisión era correcta o no, dado que ello se encontraba fuera de su alcance jurisdiccional al no haberse encontrado

¹⁵⁵ Ídem. Op. cit. p. 641.

indicios de fraude, ilegalidad o conflicto de interés: “...*We are merely saying that the decision is one properly before directors and the motives alleged in the amended complaint showed no fraud, illegality or conflict of interest in their making of that decision...*”¹⁵⁶.

Explicando el criterio adoptado por las cortes, *Bauman* señala que debe tenerse en cuenta, en primer lugar, que todo negocio implica un riesgo y que toda ganancia importa un nivel determinado de riesgo¹⁵⁷, En esta medida, todo inversionista asume el riesgo de malas decisiones empresariales¹⁵⁸. La *Regla del Criterio de Negocios* reconoce entonces este nivel de riesgo como propio de la actividad empresarial. En segundo lugar, las cortes reconocen, igualmente, que el litigio desarrollado en torno a estos temas, puede conocerse varios años después de haberse tomado la decisión de negocios errónea, por lo que la reconstrucción de los hechos y circunstancias del caso que exige evaluar decisiones de negocios tomadas con la alta velocidad que importan los negocios, se hace ciertamente difícil. En tercer lugar, la ley y las cortes no deben reemplazar las oportunidades y el riesgo corporativo propio de su actividad, ni hacer que las decisiones corporativas se vuelvan cautas a raíz de los posibles litigios. Los inversionistas o accionistas deben diversificar su riesgo tomando medidas propias del mercado. Por ello, la aplicación de la *Regla del Criterio de Negocios* debe hacerse sólo en casos ciertamente justificados, es decir, en aquellos casos en los cuales no exista propósito de negocios, no exista ningún beneficio para la empresa o exista conflicto de interés. Por ejemplo, en *Selhemer v. Manganese Corp. of America* (224 A. 2d 634 Pa 1966¹⁵⁹) , veintitrés gerentes perdieron fondos corporativos en el desarrollo de una planta aun cuando

¹⁵⁶ Ibidem.

¹⁵⁷ Idem. p. 642. Recordemos aquí lo que dice *Bauman*, una de las reglas fundamentales de las finanzas: a mayor riesgo, mayor rentabilidad.

¹⁵⁸ Nótese que este riesgo, suele ser comúnmente cubierto por las compañías de seguros. El mercado de seguros responde a estas necesidades cubriendo servicios legales y situaciones específicas que se conocen normalmente como los seguros “D&O”, seguros para directores y oficiales.

¹⁵⁹ Idem. p. 643

eran conscientes que dicha planta no podía ser rentable a causa de varios factores, incluyendo la falta de líneas de ferrocarril y áreas propias para el almacenamiento. La corte estableció que existía responsabilidad en la conducta de los gerentes pues no pudieron acreditar ninguna explicación satisfactoria en la toma de dicha decisión.

La Regla también se aplica cuando la acción corporativa carece de un propósito racional de negocios, conocidos como casos de desperdicio de activos corporativos. Bajo este estándar, las decisiones corporativas incuestionablemente negligentes o imprudentes de tal medida que ninguna persona con la diligencia ordinaria hubiera tomado dicha decisión cuyo valor no guarda relación con lo que la empresa ha pagado, son sancionadas por las cortes. Por ejemplo, en *Liwin v. Allen*, la corte sancionó a los directores de un banco porque en la aprobación de la transacción la decisión fue “*tan improvisada, tan riesgosa, tan inusual e innecesaria que podían ser calificadas de contrarias a los conceptos fundamentales de las prácticas bancarias*”. En el caso, el banco, una subsidiaria de J.P Morgan & Company, benefició financieramente a una empresa en la cual J.P. Morgan se hallaba fuertemente comprometida. La corte encontró que aun cuando la demanda no pudo probar el conflicto de interés, el escrutinio de la transacción sugería que los directores no habían actuado de buena fe¹⁶⁰.

Como se advierte en *Cede & Co. v. Technicolor, Inc. (Supreme Court of Delaware, 1993 634 A. 2d 345)*¹⁶¹, la *Regla del Criterio de Negocios* implica la existencia de una poderosa presunción a favor de las acciones tomadas por los directores y que esa decisión

¹⁶⁰ Idem. p. 644.

¹⁶¹ BRATTON, William W. *Corporate Finance Cases and Materials*. Foundation Press. 2004. p. 841.

realizada por un informado y leal directorio no será cuestionada por las cortes a menos que no pueda ser atribuida a un propósito racional de negocios. Consecuentemente, dice la corte, un accionista demandante debe rebatir dicha presunción. A fin de rebatirla, el accionista demandante debe acreditar la existencia de evidencia de que los directores, al tomar la decisión cuestionada, quebraron cualquiera de los *triads* que comprenden sus *DFs*, la buena fe, la lealtad y el cuidado. Si por el contrario, el demandante falla en este objetivo, el criterio de negocios se aplica para proteger a los directores y funcionarios corporativos y las decisiones tomadas, en cuyo caso, las cortes no deberán investigar sobre las decisiones tomadas en torno a los negocios de la empresa¹⁶². En *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Supreme Court of Delaware, 1993 634 A. 2d 345)¹⁶³, la *Regla del Criterio de Negocios* implica la existencia de una poderosa presunción a favor de las acciones tomadas por los directores y que esa decisión realizada por un informado y leal directorio no será cuestionada por las cortes a menos que no pueda ser atribuida a un propósito racional de negocios. Consecuentemente, dice la corte, un accionista demandante debe rebatir dicha presunción. A fin de rebatirla, el accionista demandante deber acreditar la existencia de evidencia de que los directores, al tomar la decisión cuestionada, quebraron cualquiera de los *triads* que comprenden sus *DFs*, la buena fe, la lealtad y el cuidado. Si por el contrario, el demandante falla en este objetivo, el criterio de negocios se aplica para proteger a los directores y funcionarios corporativos y las decisiones tomadas, en cuyo caso, las cortes no deberán investigar sobre las decisiones tomadas en torno a los negocios de la empresa¹⁶⁴.

¹⁶² Ibid. p. 848.

¹⁶³ BRATTON, William W. Corporate Finance Cases and Materials. Foundation Press. 2004. p. 841.

¹⁶⁴ Ibid. p. 848.

2.1.2.2 El Deber de Vigilancia

Una parte del Deber de Cuidar se halla constituido por el Deber de Vigilar los negocios y asuntos corporativos. Según Bauman, aun cuando últimamente las cortes se han enfocado en dirigir este deber hacia el deber de monitorear los programas de cumplimiento legal, el Deber de Vigilar importa todo aspecto de la empresa en marcha, tal como puede advertirse de lo comentado respecto del artículo 8.30 de MBCA: “...*el deber de cuidar implica el deber de atención. En contraste con la función decisoria, la cual importa la acción informada en un punto del tiempo, la función de vigilancia se preocupa por el deber de atender activamente los asuntos corporativos durante un período de tiempo*”¹⁶⁵.

*En Francis v. United Jersey Bank (87 N.J. 15, 432 A 3d 814 (1981))*¹⁶⁶, la señora Pritchard fue encontrada responsable por incumplimiento de sus deberes como director de Pritchard & Baird, Inc., una compañía de intermediación de reaseguros declarada en quiebra en 1975. La empresa fue fundada por el esposo Charles Pritchard y era de propiedad de él, la esposa y sus dos hijos. Contrariamente a la práctica de la industria, Pritchard & Baird no separaba sus fondos operativos de aquellos de sus clientes. Contra esta cuenta, Charles Pritchard solía retirar sumas de dinero como “préstamos” que luego se cancelaban a fin de año contra las utilidades de la empresa. Después de su fallecimiento en 1973, sus hijos Charles Jr. y William, siguieron la práctica del padre, pero retirando mayores fondos que largamente excedían las utilidades de la empresa, llevándola a la quiebra sin que la madre se opusiera en su calidad de director. Al ser declarada en quiebra en 1975, los fiduciarios del patrimonio en quiebra de la empresa demandaron a la sucesión de la señora Pritchard fallecida en 1978, argumentando conducta negligente como director de la empresa. La

¹⁶⁵ BAUMAN, Jeffrey D.. Op. cit. p. 645

¹⁶⁶ Ibidem.

sucesión respondió que la señora Pritchard no jugaba ningún papel activo en la empresa y que no tenía ningún conocimiento de los asuntos corporativos. Los sucesores alegaron, que después de que su esposo falleciera en 1973, la señora Pritchard sufrió de incapacidad física y terminó en una silla de ruedas por seis meses. Luego cayó fuertemente en el alcohol y finalmente falleció como consecuencia de una larga depresión. La corte rechazó estos argumentos de la sucesión señalando que nada de lo dicho exoneraban de responsabilidad a la señora Pritchard respecto de sus obligaciones como director de la empresa. En este sentido, la corte precisó que: “...que como regla general, los directores de la empresa deben adquirir conocimientos básicos de la actividad de la empresa que dirigen. Un director debe familiarizarse con los conceptos del negocio de la empresa. Dado que deben tener un cuidado diligente, los directores no pueden defenderse empleando el argumento de falta de conocimiento. Si un director cree que no tiene conocimientos sobre el negocio, debe procurar tenerlos o simplemente rechazar el cargo. Los directores se hallan bajo la obligación continua de informarse de las actividades del negocio. De otra manera, no pueden hallarse en la capacidad de participar en la gerencia general de la empresa. No pueden cerrar sus ojos a malas prácticas corporativas y luego defenderse con el argumento que como no tenían conocimiento de dicha conducta, cuando tenían el deber de mirar. Argumentar esto es como un centinela que se duerme sin proteger lo que debe proteger. La obligación del director no requiere de una inspección diaria de las actividades de la empresa, pero si un monitoreo general de las políticas y asuntos corporativos. En esta medida, un director debe asistir a las juntas de directorio de modo regular, lo cual no significa asistir a todas las juntas. Aun cuando los directores no se hallan en la obligación de auditar los libros corporativos, si deben mantener familiaridad con su estatus financiero revisando regularmente sus estados financieros. En algunos casos deben asegurarse que los métodos de contabilidad que se

aplican sean conformes con los usos y costumbres de la industria. La extensión de la revisión, así como la naturaleza y frecuencia de la misma dependerán de los usos y costumbres de la industria, pero también de la naturaleza de la empresa y del negocio en la cual se halla envuelta. Los estados financieros de las pequeñas empresas deben ser preparadas internamente y sólo anualmente, mientras que en las empresas que cotizan en bolsa, dichos estados deben ser mensuales o por intervalos...La revisión de los estados financieros pueden llevar al director a la obligación de investigar más profundamente en materias que son reveladas en dichos estados financieros. En ciertas circunstancias, el cumplimiento de sus obligaciones debe superar la mera objeción o resignación. Algunas veces un director puede requerir la búsqueda de asesoría especializada respecto de la propiedad corporativa o de su conducta, la conducta de otros funcionarios u otros directores. Otras veces un director puede requerir más que una consultoría externa, dado que en ciertas circunstancias puede requerir la interposición de una demanda. Un director no es un adorno, sino un componente esencial del gobierno corporativo. Consecuentemente, no puede protegerse bajo el papel del “director tonto”. La Ley de Sociedades de Nueva Jersey, al establecer las obligaciones de los directores, confirma que los directores tontos e ilusos no son parte del sistema legal del estado... El deber de cuidar de los directores no es abstracto, debe ser considerado de manera específica a ciertos obligados. En general, la relación que existe entre un director y su empresa y accionistas es la de un fiduciario. Los accionistas tienen el derecho de esperar que sus directores ejerzan sus funciones con el cuidado razonable y actúen con control sobre las políticas y prácticas de la empresa que dirigen. La integridad intelectual de la empresa depende del ejercicio apropiado de los deberes de los directores. Aun cuando se reconoce que los directores tienen deberes fiduciarios hacia los acreedores, dicho reconocimiento muchas veces no ha escapado de los límites de los casos de insolvencia. No obstante, se ha

reconocido deberes fiduciarios de los directores hacia los acreedores y otras partes, aun en la inexistencia de insolvencia. En este sentido, se ha reconocido, por ejemplo, que los directores de los bancos tienen deberes fiduciarios con sus depositantes, que son calificados como acreedores. De la misma manera, los directores de instituciones no bancarias tienen deberes fiduciarios cuando mantienen fondos fideicometidos. Como broker de reaseguros, Pritchard & Baird, recibía anualmente millones de dólares de sus clientes en su calidad de fiduciario, por lo que se encontraba en la obligación de separar dichos fondos. En esta medida, la empresa era más similar a un banco que a un negocio familiar. Consecuentemente, las funciones como director de la señora Pritchard eran similares a aquellas que tienen los directores de los bancos con sus depositantes. Como director de una compañía broker de reaseguros, debería haber tenido conocimiento que la empresa recibiría millones de dólares en pérdidas y primas que tendría que mantener en fideicomiso. La señora Pritchard debería haber obtenido y leído los estados financieros de la empresa. Aun cuando ella podía confiar en dichos estados financieros, ello no excusa su conducta. De esos estados financieros, se acreditaban que sus hijos retiraban fondos importantes del patrimonio fideicometido bajo el nombre de “préstamo de accionistas”. Los estados financieros revelaban que los déficits de capital de trabajo se debían a esos “préstamos”. Detectar esa apropiación ilícita no habría requerido un expertise especial ni diligencia extraordinaria, dado que el curso simple de los estados financieros hubieran detectado el pillaje. Por estos motivos se confirma la sentencia de primera instancia...¹⁶⁷”.

Como se puede apreciar, la sentencia señala de manera casi detallada el Deber de Vigilar materia de nuestro análisis, integrando a éste el deber de los directores, gerentes o

¹⁶⁷ Idem. ps. 645-649. La traducción es nuestra.

funcionarios corporativos de toda índole, de adquirir conocimientos básicos del negocio que dirigen, familiarizarse con los conceptos del negocio de la empresa, informarse de las actividades del negocio, cuidar el monitoreo general de las políticas y asuntos corporativos, la asistencia regular a la juntas de directorio, el mantener familiaridad con los estados financieros de la empresa, buscar asesoría especializada y hasta interponer demandas cuando las circunstancias así lo requieran, entre otras obligaciones. Nótese, además, que en su parte decisoria la sentencia asimila las obligaciones de los directores a las funciones que un fiduciario ejerce respecto de su patrimonio fideicometido que lleva en algunos casos a que esos deberes no sólo se ejerzan a favor de la empresa y los accionistas sino también a favor de ciertos acreedores, como los depositantes de un banco con quienes los directores tienen *DFs*.

Bauman agrega que después de todo, el caso *Francis* es un caso relativamente sencillo dado que la señora Pritchard literalmente no hizo nada como director, lo cual lo lleva a preguntarse hasta qué punto la ley requiere que un director medianamente informado actúe. El comentario oficial del artículo 8,31 (a) del MBCA establece sobre el particular lo siguiente:

“...La función de vigilar establecida en el artículo 8.01 (b) requiere el monitoreo constante de los negocios y asuntos corporativos durante un período de tiempo. Ello importa el ejercicio de una atención permanente, que lleve a un escrutinio mayor cuando se den indicios de la existencia de hechos particulares que podrían considerarse sospechosos. Cuando el hecho sospechoso se concreta, las cortes encuentran responsabilidad del director por haber omitido ejercer su función o por haber fallado de manera sustancial en su cumplimiento, constituyendo una negligencia continua de su deber de atención y no por una simple distracción o

interrupción. En la esencia del deber de vigilancia se encuentra el deber de informarse sobre hechos sospechosos. Este deber no es parte del deber de vigilancia continua y no importa una vigilancia proactiva, pero se gatilla cuando hechos y circunstancias particulares de importancia sustancial (apropiaciones ilegales a gran nivel o el encontrar una disminución importante del inventario) aparecen de repente...¹⁶⁸

Siguiendo con la definición del Deber de Vigilar, el comentario oficial del artículo 8,30 (a) del MBCA sobre el “estándar de posición similar”, señala:

“...La frase combinada “en una posición similar bajo circunstancias parecidas” intenta reconocer que (a) la naturaleza y extensión de las responsabilidades podrán variar, dependiendo de factores como el tamaño, complejidad, urgencia y la ubicación de las actividades desarrolladas por la empresa, (b) las decisiones deben ser tomadas sobre la base de la información conocida por los directores, (c) la especial trayectoria, calificación y responsabilidades de gerencia.... Sin embargo nada excusa a los directores a que ejerzan sus funciones con sentido común, sabiduría práctica y un juicio informado como lo haría una persona prudente...¹⁶⁹”

El Deber de Vigilar también importa el deber de monitorear el cumplimiento de las normas y controles legales (“*Legal compliance and controls*”) en las actividades corporativas, lo cual constituye un foco de atención muy importante en los últimos tiempos: en nuestro país, por ejemplo, en los últimos años, la práctica de *compliance* se ha desarrollado muchísimo, habiéndose creado las oficialías de cumplimiento conjuntamente con los comités

¹⁶⁸ Idem. p. 649. la traducción es nuestra.

¹⁶⁹ Idem, Op. cit. ps. 649-650. La traducción es nuestra.

de integridad, que reportan directamente a los directorios a los comités que forman parte de éstos, aunque limitadas al cumplimiento de regulaciones financieras relativas al financiamiento de narcotráfico y terrorismo, lavado de activos y corrupción con un sesgo local penal, por mandato de la Superintendencia de Banco Seguros y AFPs. Creemos, sin embargo, que las políticas, regulaciones y prácticas de cumplimiento deben expandirse a todo el horizonte normativo en el que las empresas desarrollan su actividad, como al cumplimiento de normas societarias, tributarias, laborales, medio ambientales, sociales y derechos humanos¹⁷⁰, entre otras, como las de defensa del consumidor, competencia, control de concentraciones de empresas, industriales y, en fin, al cumplimiento de las normas y controles de toda su actividad¹⁷¹. Si la empresa, tiene un impacto financiero, ambiental o social, deberá, además, ajustar sus políticas a los estándares y normativas internacionales¹⁷².

¹⁷⁰ Referencialmente puede asumirse:

a) En materia de Derechos Humanos: La Carta Internacional de Derechos Humanos que comprende la Declaración Universal de Derechos Humanos, el Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos, el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, ambos de 1966 así como los demás protocolos, convenciones e instrumentos que se desarrollen en la materia o se generen como jurisprudencia y conforme al derecho interno tienen vigencia en el país.

b) En materia Laboral: la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los principios y derechos fundamentales en el trabajo (1998) recogidos en convenios, instrumentos o en protocolos o se generen como jurisprudencia y conforme al derecho interno tienen vigencia en el país. Igualmente, la Declaración de Principios tripartita de la OIT de 1977.

c) En materia medio ambiental: la Declaración de Estocolmo sobre el medio ambiente humano, la carta de la tierra del año 1982, la declaración de Río sobre medio ambiente y desarrollo del año 1992, así como, con la Declaración de Johannesburgo del año 2002 y los Acuerdos de París del 2015.

¹⁷¹ De alguna manera ahora aglutinados en la ISO 37301 del 2021, que se aplica a la gerencia de cumplimiento normativo transversal a toda la empresa y su actividad.

¹⁷² La transnacionalidad de las inversiones y regulaciones financieras, el impacto tecnológico global, así como la internacionalidad del crimen organizado así lo exigen: empresas locales que emiten bonos o acciones bajo la 144-A y la Regulación S, en los Estados Unidos, exigen que el cumplimiento normativo de las empresas financiadas se halle sujeto al brazo largo de la legislación americana sobre emisiones en el mercado de valores, así como de sanciones bajo la Sección 10 del Securities Act de 1933. En los mismos términos, diversos tratados internacionales de cooperación y armonización de la legislación, hacen ver que los delitos fuente del lavado de activos cometidos en otros países, puedan tener repercusión en los países anfitriones.

Históricamente, apunta *Bauman*, el debate se ha centrado en determinar si los directores se hallan en la obligación de instituir programas de cumplimiento legal (*obligación espirativa*) o si éstos deben responder por no hacerlo (*deber legal*). El debate también se centra en establecer el tipo de evento que gatilla la obligación de los directores en atender el problema. Después de los escándalos corporativos del 2000, la Ley SOX estableció un número de áreas de *GC*, incluyendo controles internos sobre contabilidad financiera y sistemas de revelación de información de las empresas que cotizan en bolsa. El artículo 404 de la citada ley, requiere, por ejemplo, que los gerentes mantengan una adecuada estructura y procesos de control interno de reporte financiero, que incluye el debate de estos controles en la memoria anual.

Bauman refiere que uno de los casos más sonados que establece la responsabilidad de los directores sobre la obligación de implementación de programas de cumplimiento legal proviene de *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co. (188 AS2d 125, Del 1963)*¹⁷³. La demanda se interpuso contra la compañía y sus directores por haber concertado precios en violación de las normas federales del derecho de la competencia (*antitrust law*). Esta señalaba que los directores tenían conocimiento de la concertación de precios o conocían sobre los hechos que los deberían haber puesto en conocimiento de dicha concertación. En esta medida, la demanda atribuyó responsabilidad a los directores por no haber implementado o monitoreado programas de cumplimiento legal que impidieran la violación de las normas de la competencia. La corte rechazó el argumento, señalando que se había encontrado que la política general de la empresa fue, por años, delegar el establecimiento de precios a los cuerpos inferiores de la gerencia, y que la demanda tampoco había probado que los directores

¹⁷³ Idem. p. 651.

conocieran o estuvieran en la posibilidad de conocer la concertación de precios reclamada. En esta medida, estableció que, dado que no existían razones ciertas de la aparición de actos de sospecha, los directores tampoco tenían la obligación de implementar un sistema de cumplimiento legal. La decisión, sin embargo, se dio generando ciertas dudas sobre la falta de conocimiento de los directores sobre la concertación de precios. Por eso se dice, que, bajo el *estándar Graham*, en la ausencia de actos que levanten la sospecha de los directores, estos no tienen la obligación de instituir programas de cumplimiento legal (doctrina conocida como “*obvious signs*” o “*signos obvios*”).

En *Caremark*, sin embargo, la corte estableció que aun en la ausencia de la aparición de “*banderas rojas*” (actos sospechosos), los directores requieren un mayor monitoreo. En opinión del juez Allen, es un error entender del caso *Graham*, que cuando la Corte Suprema opinaba que la labor del directorio no debía convertirse en una labor de espionaje, ello no significaba que no debía informarse sin asegurarse que los sistemas de información y reporte, se hallen razonablemente diseñados para proveer a la alta dirección y al directorio información correcta y oportuna en relación con el cumplimiento de las normas legales y el desarrollo corporativo de la empresa¹⁷⁴.

El comentario oficial de la MBCA, respecto del Deber de Vigilar, toma un poco de ambos casos:

“La frase “*atención devota*” en el contexto de la función de vigilar, se refiere a la preocupación con la información corporativa y los sistemas de reporte y no a la acción proactiva del directorio de investigar el incumplimiento o la aplicación inadecuada del sistema. Aun cuando los directores típicamente

¹⁷⁴ Idem. p.671.

deben prestar atención a los planes futuros y desafíos, así como de las actividades corrientes, no se debe esperar de ellos que anticipen los problemas que la empresa deba afrontar, excepto en aquellas circunstancias en las cuales haya ocurrido algo obvio que la empresa deba tratar de manera especial. El estándar de cuidado asociado a la función de vigilar, importa el asegurarse de la gerencia y el cuerpo de asesores que se haya establecido un sistema apropiado que calce con el sistema de monitoreo en marcha, tales como los de cumplimiento legal o de control interno, seguido de una respuesta proactiva cuando exista una alerta que demande la necesidad de investigar”¹⁷⁵,

Trato singular merece la responsabilidad penal de los directores. Sobre este particular, debemos decir primero, que, en 1943, la Corte Suprema de los Estados Unidos estableció la existencia de responsabilidad penal de los directores por actos de sus subordinados (*United States v. Dotterweich*, 320 U.S. 277,64, S. Ct. 134, 88 L.Ed.48 (1943))¹⁷⁶ en aquellos casos en los cuales el presidente del directorio “*introduce o adultera deliberadamente o viola los derechos de marca de remedios en el comercio interestatal*”¹⁷⁷ en quebrantamiento de lo dispuesto por el *Food and Drug Act*¹⁷⁸. En este caso, la Corte estableció la responsabilidad del director o directorio sólo por el hecho de ser responsable o estar en la obligación de ser responsable de evitar el peligro público (acción u omisión para el sistema nuestro). En *Estados Unidos v. Park*, 421 U.S.658 95 S. Ct. 1903, 44 L. Ed.2d 489 (1975)¹⁷⁹ el Presidente

¹⁷⁵ Idem. p.654.

¹⁷⁶ Idem. p. 674.

¹⁷⁷ Idem. La traducción es nuestra.

¹⁷⁸ En castellano “Ley de Alimentos y farmacéuticos”.

¹⁷⁹ BAUMAN. Jeffrey D.. Op. Cit. p. 674.

de Acme Markets, Inc. fue denunciado conjuntamente con su compañía con cinco violaciones de la Ley de Alimentos, Farmacéuticos y Cosméticos, por alimentos que habían sido dejados en sus ferreterías expuestos a contaminantes químicos. No obstante Park se declaró inocente de los cargos, el jurado lo condenó y esta condena fue confirmada por la Corte Suprema:

“...In proving sanctions which reach and touch the individuals who execute the corporate mission – and this is by no means necessarily confined to a single corporate agent or employee – the Act imposes not only a positive duty to seek and remedy violations when they occur but also, and primarily, a duty to implement measures that will insure that violations not occurred. The requirements of foresight and vigilance imposed on corporate agents are beyond questions demanding, and perhaps onerous, but they are no more stringent than a public has a right to expect of those voluntarily assume positions of authority in business enterprises whose services and products affect the health and wellbeing of the public that support them....”¹⁸⁰

Nótese aquí que la Corte cuidó especialmente de establecer como requisito de la responsabilidad penal la existencia de un agente corporativo responsable con la finalidad de excluir la responsabilidad penal de un director por el solo hecho de su posición de director. En vez, la responsabilidad penal se gatilla cuando su posición fue de autoridad y responsabilidad con la situación investigada¹⁸¹.

La responsabilidad penal por actos de los subordinados también ha sido parte del debate de la responsabilidad penal de los directores, fundamentalmente relacionada con el área medioambiental en la que la responsabilidad penal aparece cuando el director estuvo al tanto de la violación medioambiental, ya como la persona que dirigió la violación o simplemente como la persona que asintió en dichos actos perpetrados por otros. Según Bauman, ha sido difícil la probanza de este tipo de responsabilidad en casos en los que los directores acusados no han tenido participación. No obstante, algunos estados de la Unión

¹⁸⁰ Idem. Ps. 674-675. Las itálicas son nuestras.

¹⁸¹ Ibidem.

han establecido la existencia de responsabilidad penal estricta (*responsabilidad penal objetiva*), es decir, la existencia de responsabilidad en el director o directores aun cuando no tuvieron participación en el acto¹⁸².

2.1.2.3 El Deber de Información

El Deber de Información comprende el deber de informarse (“*to become informed*”) y el deber de informar (“*to inform*”). Por esta regla todo director, gerente o funcionario con capacidad de decisión, debe hallarse informado a fin de funcionar efectivamente¹⁸³. Para ello, el director debe tener un flujo adecuado de información normalmente proporcionado por el personal corporativo (*staff*) y en su caso, requerir información adicional. Por lo general, el director o gerente debe respaldarse en la información proporcionada por el personal, no obstante, puede pedir información adicional a terceros sin que ello deba sorprender al personal que lo proporciona.

El caso que lidera la regulación sobre este deber es *Smith v. Van Gorkom* 488 A. 2d 858 (Del. 1985), en el que la Corte Suprema del estado de Delaware encontró responsabilidad en el directorio de *Trans Union Corporation* por no haberse informado adecuadamente al respaldar la decisión de su *Chief and Excecutive Officer* (cargo internacionalmente conocido por sus siglas en inglés: “*CEO*”) de vender la compañía, aun cuando dicha venta se hizo a una prima sobre el valor de mercado y aun cuando dicha venta fue aprobada por la mayoría

¹⁸² Ibidem.

¹⁸³ ULBERG, Alan. Op. cit. P. 16. Recordemos que bajo la Teoría de los Mercados Eficientes de Fama, *Efficient Capital Markets, A Review amd Empirical Work*, 25 *J. Fin.* 353 (1970), el precio de los valores en el mercado es reflejo de la información disponible, que nos lleva a concluir que cada segmento del precio de un valor en el mercado es equivalente a la información disponible en ese mercado. Véase más en BRATON, William, W..Op. cit. P. 149 y siguientes.

calificada de los accionistas de la empresa, lo cual, por ejemplo, en nuestro sistema legal aparecería como justo y hasta oportuno.

Por la importancia que reviste este caso en esta materia y, además, en nuestro estudio sobre los *DFs* en general, lo abordaremos de manera más detallada respaldados en el siguiente relato que hace Bauman¹⁸⁴.

i) *Smith v. Van Gorkom*

Trans Union Corporation era una empresa listada en bolsa incorporada bajo las leyes del estado de Delaware. Su presidente y *CEO* era Jerome W. Van Gorkom, quien se encontraba al borde del retiro. Su directorio se hallaba compuesto de cinco directores internos y cinco externos. Cuatro de los externos eran también *CEOs* de diversas empresas listadas en bolsa y el quinto el ex decano de la Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago.

Al momento de la ocurrencia de los hechos, *Trans Union* enfrentaba un problema de negocios relativos a créditos tributarios de inversión denominados ITC (“*Investment Tax Credits*”). Sus competidores habían generado suficientes ingresos para emplear este crédito tributario y *Trans Union* no. En julio de 1980, la gerencia de *Trans Union* en su memoria anual propuso diversas alternativas para superar el empleo de los ITCs. El reporte, sin embargo, no dijo nada sobre la potencial venta de la compañía.

El 27 de agosto, Van Gorkom se reunió con la gerencia senior con la finalidad de tratar el problema de los ITCs. Entre las ideas que se propusieron estuvo la venta de la compañía a otra empresa con ingresos que pudieran absorber el crédito tributario o la realización de una venta apalancada (técnica conocida como “*LBO*”¹⁸⁵). Esto último se

¹⁸⁴ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. Ps. 677- 692. La traducción del caso es nuestra.

¹⁸⁵ LBO o “*Leverage Buy Out*” es una técnica de adquisición estructurada de empresas, en su gran mayoría hostil, y también de financiamiento, mediante la cual, la adquisición de la empresa objetivo es financiada por su propio flujo de caja. La adquirente es absorbida por fusión inversa de una subsidiaria de la adquirente y

volvió a discutir el 5 de septiembre. En la reunión, el CFO (“*Chief and Financial Officer*” o “Ejecutivo en Jefe de Finanzas”), Donald Romans, presentó un cálculo preliminar del precio por acción de *Trans Union* entre \$50 y \$60, pero no señaló que dicho cálculo constituyera el precio justo de la empresa. Rechazando la idea de la realización del *LBO*, Van Gorkom dijo que si estaría dispuesto a vender sus acciones a \$55 por acción. Sin consultar a los miembros del directorio ni funcionarios, Van Gorkom decidió reunirse con Jay A. Pritzker, un especialista en adquisición de empresas a quien conocía socialmente. Antes de la reunión, Van Gorkom instruyó al contralor de *Trans Union*, Karl Peterson, para que preparara un cálculo confidencial de la viabilidad de un *LBO* de la empresa a un precio de \$ 55 por acción. El 13 de septiembre, Van Gorkom propuso la venta de *Trans Union* a \$ 55 por acción. Dos días después, Pritzker le manifestó a Van Gorkom su interés de adquirir las acciones de *Trans Union* a ese precio. El 18 de septiembre, después de dos reuniones adicionales que incluyó a dos funcionarios de *Trans Union* y dos consultores externos, Van Gorkom supo que Pritzker estaba dispuesto a proponer una fusión de venta total en efectivo (conocida como “*cash-out merger*”) al precio de \$55 por acción si tuviera la opción de comprar un millón de acciones de tesorería de *Trans Union* al precio de \$38 por acción (75 centavos por acción por encima del precio de mercado de ese momento), Pritzker también solicitó que el directorio de *Trans Union* abordara el tema dentro de los siguientes tres días, esto es, para el 21 de septiembre y dio instrucciones a su abogado para que redactara el acuerdo. El 19 de septiembre, sin consultar al departamento legal, Van Gorkom se reunió con los abogados externos especialistas en fusiones. Luego llamó a una reunión para el día siguiente con la gerencia

termina en uno o dos tramos con la compra total o de la super mayoría de las acciones de la adquirida. Ver más en CARNEY, William. *Mergers and Acquisitions. Cases and Materials.* University Casebook Series. Foundation Press.2000.

senior de la empresa, aunque sólo aquellos que habían asistido a la reunión con Pritzker supieron del motivo de la reunión. La reacción de la gerencia senior de la empresa fue completamente negativa. Romans, uno de los gerentes, objetó tanto el precio de las acciones cuanto la venta de las acciones de tesorería¹⁸⁶ como condición de la transacción. Inmediatamente después, Van Gorkom se reunió con el directorio e hizo una presentación oral de la potencial transacción con Pritzker pero sin entregar la propuesta escrita de la fusión. Tampoco le manifestó al directorio que fue él quien se aproximó a Pritzker. Les dijo que Pritzker compraría las acciones de *Trans Union* a \$55 por acción y que ésta pasaría a ser una subsidiaria al cien por ciento de Pritzker formada con ese propósito; durante sesenta días *Trans Union* podría recibir pero no solicitar ofertas de compra; solo la información publicada, pero no especial, podía ser proporcionada a otros interesados en la compra; el directorio debía actuar hasta el domingo 21; la oferta se hallaba sujeta a la obtención de financiamiento por Pritzker, lo cual debía suceder a más tardar el 10 de octubre de 1980 y que se le vendiera a \$38 un millón de acciones recién emitidas. De acuerdo a Van Gorkom, el punto importante para el directorio era determinar si el precio de \$55 por acción era el precio justo por *Trans Union*. Aseguró que el hecho de poner a la compañía abierta a cualquier subasta sería suficiente para determinar si el precio correcto por las acciones de *Trans Union* era de \$55 por acción. El abogado externo advirtió al directorio que podrían ser demandados de no aceptar la oferta y que para ello no era necesaria la participación de un banco de inversión. En la sesión de directorio, Romans señaló que sus estudios previos relativos a un posible *LBO*, que \$ 55 por acción no eran un buen indicador del precio, que sin embargo, se hallaba al principio de la banda de precios posibles. La sesión duró dos horas, al final del cual aprobó

¹⁸⁶ También conocidas como acciones en cartera.

la fusión con dos condiciones: *Trans Union* se reservaba el derecho de aceptar cualquier otra oferta mejor durante los noventa días del periodo de prueba de mercado y podía compartir cualquier información con potenciales competidores de la oferta. A dicho momento, sin embargo, el directorio no se reservó el derecho de solicitar activamente otras ofertas. Van Gorkom firmó el acuerdo sin las modificaciones propuestas por el directorio, sin incluso haberla leído él o los otros miembros del directorio, lo cual ocurrió en medio de un agasajo formal invitado por él por la apertura de la ópera lírica de Chicago. El 22 de septiembre, *Trans Union* emitió una nota de prensa dando a conocer el acuerdo de fusión definitivo con Mormon Group Inc., una empresa afiliada a una *holding*¹⁸⁷ de Pritzker. En los días siguientes, algunos funcionarios claves amenazaron con renunciar en rebeldía del anuncio, forzando a que Van Gorkom y Pritzker modificaran el acuerdo de fusión originario conviniendo en que los funcionarios clave se mantendrían por lo menos seis meses después de la fusión. El directorio se volvió a reunir el 8 de octubre y sin ver su texto, aprobó la propuesta modificatoria respecto de los noventa días para el examen de mercado y la solicitud de ofertas. También autorizó a la empresa para emplear su banco de inversión en la solicitud de ofertas. Aun cuando las modificatorias no habían sido preparadas, *Trans Union* emitió una nota de prensa al día siguiente manifestando que podría buscar otras ofertas y que había contratado un banco de inversión a dicho efecto. La nota también señalaba que Pritzker había obtenido el financiamiento necesario para adquirir un millón de acciones de *Trans Union* al precio de \$38 por acción y de no haber una oferta más favorable al 1 de febrero de 1981, los accionistas debían votar sobre la propuesta de Pritzker. El 10 de octubre, Van Gorkom suscribió las modificatorias del acuerdo de fusión sin consultar el directorio y aparentemente

¹⁸⁷ Empresa tenedora de acciones que generalmente se caracteriza por ser una empresa financiera no operativa desde donde se controla la actividad de un grupo económico.

sin entender cabalmente que dichas modificatorias restringían significativamente las posibilidades de *Trans Union* de negociar un mejor acuerdo. Durante el período de prueba de mercado, *Tran Union* solo recibió dos ofertas serias. La primera de *General Electric Credit Corporation*, que no prosperó porque *Trans Union* no quiso darle tiempo extra para conseguir el financiamiento. Una segunda hecha por *Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.*, que aun cuando fue similar en términos a la oferta de Pritzker, fue reiterada por esta empresa que hizo notar que uno de sus funcionarios había señalado que Van Gorkom había influenciado para que no se realizara la compra, aunque éste negó que hubiera influenciado la decisión del directorio.

Los accionistas instauraron su demanda el 19 de diciembre de 1980. El directorio se reunió el 26 de enero, aprobó la transacción de Pritzker, que el 10 de febrero del 1981, los accionistas terminaron aprobando en mayoría.

La Corte Suprema del estado de Delaware tomó el caso disintiendo de lo fallado por la Corte de Cancillería (instancia inferior) que había concluido que la aprobación del acuerdo de fusión con Pritzker había sido realizado cumpliendo la Regla der Criterio de Negocios.... En su razonamiento la Corte señaló:

”...En el caso específico de la propuesta de fusión de una corporación doméstica, los directores tienen la obligación bajo la sección 251 (b) del Código de Delaware, de actuar de una manera informada y deliberada para establecer la aprobación del acuerdo de fusión antes de enviar la propuesta a los accionistas. Ciertamente en el contexto de una fusión, el directorio no puede declinar la obligación dejando a los accionistas solos en dicha decisión...Es en este contexto que la conducta de los directores de Trans Union debe ser evaluada,....con la finalidad de determinar si ejercieron su voto de manera informada bajo el criterio de negocios al momento de la aprobación de la propuesta de Pritzker.... Si los directores llegaron a una decisión informada para “vender” la compañía el 20 de septiembre de 1980, debe ser evaluado solo en base a la información razonablemente disponible para éstos a dicho momento que fuera relevante para haber aceptado la propuesta de fusión de Pritzker... Lo que queremos decir respecto de si los

directores tomaron una decisión de negocios debidamente informada al acordar la venta de la empresa, en realidad encierra dos preguntas: (A) si los directores tomaron una decisión empleando el criterio de negocios adecuadamente informada el 20 de septiembre de 1980 y (B) si no lo hicieron, las acciones tomadas después del 20 de septiembre, fueron adecuadas para remediar cualquier error de lo hecho el 20 de septiembre... De acuerdo a las pruebas presentadas en este proceso, debemos concluir que el directorio no tomó una decisión de negocios informada el 20 de septiembre de 1980, al momento de votar por la “venta” de la compañía a \$55 por acción ofrecida en la propuesta fusión de venta total en efectivo de Pritzker...En resumen, nuestras razones son las siguientes: Los directores (1) no se informaron adecuadamente respecto del rol de Van Gorkom en forzar la “venta” de la compañía y en establecer el precio por acción; (2) estuvieron desinformados del valor intrínseco de la empresa; y (3) dadas las circunstancias, como mínimo, fueron gravemente negligentes en aprobar la venta de la compañía después de una discusión que solo duró dos horas, sin previo aviso y sin la exigencia de una situación de crisis o emergencia”¹⁸⁸ .

La Corte sostuvo que la decisión del 20 de septiembre de 1980 se fundó esencialmente en las representaciones de Van Gorkom: “...Ninguno de los directores, a excepción de Van Gorkom y Chelberg, tuvieron conocimiento previo del propósito de la sesión. Ninguno de los miembros de la gerencia senior estuvo presente, a excepción de Chelberg, Romans y Peterson, y los dos últimos se enteraron del propósito de la sesión el mismo día. Si bien el asesor legal Moore y el ex asesor legal Browder concurrieron, se enteraron del propósito de la sesión igualmente el mismo día y no fueron adecuadamente informados. Sin ningún documento que respaldara la transacción propuesta, los miembros del directorio fueron requeridos a tomar una decisión confiando en las representaciones de Van Gorkom. No se presentó ningún resumen escrito de los términos de la transacción; no le entregaron a los directores sustento que respalde el precio de \$55 y en este estado, el directorio no tuvo más información que el buen olfato de Van Gorkom en el entendimiento del acuerdo de la

¹⁸⁸ BAUMAN, Jeffrey D. Op.cit. . Ps. 681-682.

transacción, que él mismo admitió no haber leído jamás, ni tampoco ninguno de los miembros del directorio “¹⁸⁹.

Siguiendo con su análisis, la Corte evaluó los cuatro factores que sostenía la defensa para señalar que el directorio actuó de manera informada: (1) la magnitud de la prima pagada por las acciones de *Trans Union* resultante del precio pagado por Pritzker de \$55 por acción y los \$38 por acción que se pagaba en el mercado (valor de mercado), (2) la modificatoria del acuerdo del 20 de setiembre, que permitía al directorio tomar una mejor oferta durante el período de “*prueba de mercado*”, (3) la experiencia colectiva de los directores internos y externos y (4) su respaldo en el informe legal del asesor legal Brennan, que señalaba que si los directores no aceptaban la oferta, podían ser sujetos a una demanda. Respecto del primer punto, la Corte señaló que, no obstante el pago de una prima sustancial sobre el precio de mercado puede ser la causa para recomendar una fusión, en la ausencia de otra información sobre el valor de la empresa, la prima por sí sola no constituía base adecuada para determinar el precio justo de la oferta de compra. Según la Corte, en el caso lo que se hizo fue comparar el precio deprimido de las acciones de *Trans Union* con aquel que ofreció Pritzker y, en esta medida, el empleo del precio de mercado como referencia para establecer que la prima era adecuada era en realidad una falacia: “...*Indeed, as of September 20, the Board had no other information on which to base a determination of the intrinsic value of Trans Union as a going concern...*”¹⁹⁰. Según la corte, al 20 de setiembre, el directorio no había hecho ninguna evaluación con el objetivo de determinar el valor de la empresa, ni había siquiera considerado venderla u otorgado su consentimiento para la realización de una venta total. En consecuencia, la propiedad de la prima era completamente indeterminada a menos que

¹⁸⁹Idem. Op. Cit, Ps. 682-683.

¹⁹⁰ Idem. P.684.

hubieran existido otros elementos que aportaran en la valuación del valor de la empresa, más aun si el activo de mayor importancia de *Trans Union* era su flujo de caja¹⁹¹: “...*Here the record establishes that the board did not request its Chief Financial Officer, Romans, to make any evaluation study or review of the proposal to determine the adequacy of \$55 per share for sale of the company. The board rested on Romans’ elicited response that the \$55 figure was within a “fair price range” within the context of a leverage buy-out....*”¹⁹². Según las pruebas del caso, el directorio aceptó sin ningún escrutinio la propuesta de Van Gorkom de \$55 por acción, aun cuando el tema no se había tocado en sesiones anteriores. En consecuencia, el directorio nunca indagó, ni analizó, el precio propuesto por Van Gorkom, cálculo que había sido propuesto solo para determinar la viabilidad de una compra apalancada:”...*No questions were raised either as to the tax implications of a cash-out merger or how the price for the one million share option granted Pritzker was calculated...*”¹⁹³.

La Corte concluyó que bajo la sección 141 (e), los directores se encontraban facultados a confiar en la opinión y la valoración del presidente del directorio, siempre que dicha opinión se hallara debidamente sustentada. En el caso, la cuestión era determinar si los directores se habían informado con el total de la información que se encontraba razonablemente a su alcance. Si hubieran hecho eso los directores de *Trans Union*, habrían

¹⁹¹ Nótese que la Corte hubiera preferido tener un examen de valoración de la empresa por su valor sustancial o el valor del flujo de caja, más que por una simple referencia al valor de mercado de la empresa. Ello habla de la relatividad del precio de mercado, muchas veces considerado como el precio de hierro en el cálculo del valor de una empresa, aunque esta decisión fue ampliamente criticada por la comunidad corporativa de los Estados Unidos como los siguientes comentarios citados por Bauman: Ira Millstein: “*This case sent shock waves through the boardrooms of the United States because I guarantee you 99% of boards didn’t think that anything wrong had happened. Most everybody wrote about the decision as “The Delaware courts are going nuts”. Most academics thought it was crazy. Most directors were horrified*”. Boris Yavitz: “*What Ira is describing as typical board is pretty much what I saw in the very early years of my service, which goes back to about 1975. Most boards were much more than rubber stamps. The CEO said “Jump” and directors were allowed just one question: How high?. It wasn’t a matter of not arguing with the boss-you typically didn’t even question him*”. Ver más en Bauman. Op.cit.. P 693.

¹⁹² BAUMAN, Jeffrey. Loc.cit.. P. 685

¹⁹³ Idem.P. 685

tomado conocimiento de la fuente en la determinación del precio de \$55 y no solo en la buena fe de la propuesta de Van Gorkom. Por ello, las pruebas del caso acreditaban que el directorio había actuado con falta de información adecuada para alcanzar un adecuado criterio de negocios en la valoración de \$55 por acción para la venta de la compañía. En cuanto al segundo factor analizado, mediante el cual, la defensa argumentaba que en todo caso bastaba el período de “*prueba de mercado*” por cien días para que el directorio confirmara la racionalidad de la decisión de venta al precio de la prima de mercado ofrecida por Pritzker, la Corte señaló que no existió evidencia de que la modificatoria que permitiera el empleo de dicho período que hubiera podido ser adecuadamente utilizada por el directorio con dicha finalidad y que tampoco existía evidencia de que en efecto se hubiera llevado a cabo una subasta pública de las acciones de *Trans Union*, con lo cual, el período de prueba no eliminaba la necesidad del directorio de realizar otro tipo de evaluación a fin de determinar el precio de las acciones. El tercer factor alegado por la defensa de que el directorio se encontraba integrado por miembros con gran experiencia, fue igualmente desestimado por la Corte, que señaló que dicho argumento se caía por la propia versión de los hechos que determinaba que tanto la aceptación de la venta de las acciones a la prima propuesta por Pritzker y el período de prueba no tuvieron sustento, y que el directorio había actuado con negligencia grave. El cuarto factor que analizaba el informe Brennan fue también desestimado por la Corte, pues según determinó, éste había sido emitido por el abogado sin tener sustento alguno sobre un informe previo sobre el valor de la empresa que hubiera podido servir de sustento a lo que decía y, respecto de que señaló al directorio que de no tomar la oferta de Pritzker podrían ser demandados, la Corte señaló que la sola posibilidad de ser demandados era absolutamente irrelevante para la decisión que debían tomar, pues los directores siempre se hallan sujetos a ser demandados por las decisiones que toman.

La Corte concluyó finalmente que los directores de *Trans Union* habían quebrantado sus *DFs* con los accionistas al haber 1) incumplido con su deber de informarse y de haber tomado conocimiento de toda la información posible para tomar la decisión de recomendar la fusión Pritzker y 2) haber incumplido con su obligación de revelar toda la información importante que un accionista racional hubiera requerido para formar su decisión de aprobar la oferta de fusión efectuada por Pritzker, por lo que mandaron a la corte inferior volviera a tomar una nueva decisión efectuando una pericia sobre el valor de las acciones.

El caso culminó con una conciliación entre las partes en la que el directorio terminó pagando a los accionistas la suma de \$23.5 millones al demandante de clase.

Hasta aquí, entonces, se puede observar que el Deber de Cuidar los recursos corporativos, comprende los deberes de propósito de negocios, vigilancia e información adecuada en la dirección y control de la actividad corporativa, constituyendo herramienta crítica para el *GC*.

Veamos a continuación el Deber de Lealtad y sus componentes que importa actuar en el mejor interés de la empresa por encima de los intereses personales.

2.1.3 El Deber de Lealtad

El Deber de Lealtad es crítico y, en nuestro concepto, el deber de mayor preponderancia de observar e implementar en nuestro medio. Mientras que el Deber de Cuidar se desarrolla dentro del marco de decisiones que afectan la vida corporativa, en la cual, los intereses de los directores, gerentes o funcionarios corporativos, se hallan en relación lineal con los de las empresas que representan, el Deber de Lealtad surge cuando los intereses personales de los directores, gerentes y funcionarios, son contrarios al de las

empresas que representan¹⁹⁴. El Deber de Lealtad prohíbe a los directores, gerentes y funcionarios corporativos, emplear su posición o información respecto de su empresa o su propiedad de manera que se asegure un beneficio pecuniario personal. Como señala Kurtz, el deber básico de lealtad, requiere a los directores, funcionarios y gerentes fidelidad con la misión de la organización al emplear su poder, posición o información respecto de la organización o su propiedad¹⁹⁵. Según Kurtz, el deber también puede ser violado en la persecución de un interés financiero para un tercero. La conducta de un director, gerente o funcionario debe alinearse con las metas de la organización y no con sus propios intereses¹⁹⁶.

Desarrollemos a continuación la forma cómo se presenta y los principales elementos de su configuración.

2.1.3.1 Conflicto de interés e Impedimento de Auto-beneficio

El concepto de conflicto de interés surge cuando, por ejemplo, uno de los directores pretende vender un bien de su propiedad a la empresa que representa. Bauman explica que en este caso el conflicto es obvio: como propietario, este director desearía conseguir el mejor precio posible, como director, en cambio, su deber estaría en comprar al mejor precio posible: “...*The law characterizes such a transaction as “self-dealing”...*”¹⁹⁷.

El subcapítulo F de la MBCA define al conflicto de interés como una transacción en la cual un director (i) es parte de la transacción, (ii) tiene un interés financiero importante en la transacción o (iii) tiene conocimiento de que un tercero vinculado es parte o tiene un interés

¹⁹⁴ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit..Pg. 719. “Self-dealing” significa “auto-beneficio”.

¹⁹⁵ KURTZ, Daniel. Board Liability.1988. pp.59-62.

¹⁹⁶ Ibidem. Kurtz, anota por su parte, que, sin embargo, el Deber de Lealtad abarca más que el sólo conflicto de interés.

¹⁹⁷ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. p.722.

financiero importante en la transacción. Un interés financiero importante en la transacción es definido como un interés que inclinaría el juicio del director al momento de tomar la decisión de realizar la transacción. Persona vinculada se define, a su vez, como aquella persona que tiene una relación de parentesco especificado dentro de la norma, alguien que vive en la casa del director, una entidad controlada por el director o un pariente, una entidad en la que el director sirve también de director, socio, fiduciario o una entidad controlada por el empleador del director, entre otras situaciones.

Apunta Bauman que el subcapítulo F opta por la precisión en vez de la generalidad:

“El comentario oficial señala:

La sección 8.61 (a) establece claramente que una transacción entre una empresa y una persona no puede hallarse sujeta de revisión judicial sobre la base que el director tendría interés en la transacción a menos que la transacción caiga dentro de la definición de “transacción con conflicto de interés del director” establecida en la sección 8.60. Entonces, por ejemplo, una transacción no constituirá una transacción con conflicto de interés del director y, por tanto, no será sujeta a revisión judicial cuando la transacción sea realizada por un sobrino del director quien no se halla especificado en la sección 8.60 (5), o por un interés que no sea un interés financiero”¹⁹⁸.

La sección 8.61 (a) establece de manera taxativa qué y quiénes conforman el círculo que define la ocurrencia de una transacción con conflicto de interés. Fuera del círculo, se crea una penumbra sobre los intereses, deseos, metas, lealtades y perjuicios que pueden en determinados contextos colisionar con el conflicto de interés, que muchas veces son sancionados por las cortes.

¹⁹⁸ Idem. p.735

La norma señala, además, el procedimiento que se debe seguir para aislar la transacción fuera del ámbito de la revisión judicial. Además de requerir la revelación del conflicto de interés por el director en cuestión, la transacción debe ser autorizada por directores calificados (por lo menos dos directores) que voten respecto de la transacción. Los directores calificados deben haber deliberado y votado sobre los alcances de la transacción. Según la norma, un director calificado es aquel que no tiene ningún conflicto de interés con la transacción o quien no tiene una relación importante con el director en conflicto y éste no se torna en no calificado solo por el hecho que el director cuestionado lo haya elegido en el directorio de la empresa o en el de otra empresa.

Debemos precisar, sin embargo, que la existencia de conflicto de interés no necesariamente significa la perpetración de un perjuicio para la empresa. Según el MBCA, es importante tener en cuenta que en realidad el conflicto de interés constituye un riesgo contingente a la actividad empresarial y que éste no constituye necesariamente por sí mismo un delito o perjuicio civil. Apunta Bauman, que contrariamente a lo que generalmente se cree, la existencia de conflicto de interés no es algo por lo que alguien tenga que sentirse culpable, es simplemente un estado de cosas. En realidad, en muchas ocasiones la empresa y sus accionistas adquieren o pueden adquirir mayor provecho de una transacción aun ante la existencia del conflicto de interés¹⁹⁹. Una transacción con conflicto de interés puede ser justa y beneficiosa para la empresa en situaciones en las cuales el director interesado puede hallarse en una situación única de poder ayudar a la empresa. Por ello, el marco normativo se orienta a impedir que la transacción sea injusta para la empresa o de auto-beneficio para el director interesado y no a la criminalización del conflicto de interés por sí mismo.

¹⁹⁹ Idem. p. 722

2.1.3.2 Criterio de la Transacción Justa

El *Criterio de la Transacción Justa* consiste en comparar el precio de la transacción interesada con el precio de mercado de la transacción y otras consideraciones similares. El examen se articula en establecer si la propuesta hubiera sido aprobada por una empresa independiente.

Según la MBCA, en establecer si la transacción fue justa o no para la empresa, debe considerarse los siguientes factores:

- i) **Términos de la Transacción:** si el objetivo de la transacción es determinar si el precio es justo, el precio correcto es aquel que pertenece a un rango de precios en el que se hubiera cerrado la transacción con una parte no vinculada.
- ii) **Beneficios para la Empresa:** si el objetivo es determinar si la transacción es justa para la empresa, la corte se verá obligada a comparar los términos de la transacción con aquellas del mercado, sino, si la transacción tiene como destino producir beneficios favorables para la empresa. Consecuentemente, si se trata de una fábrica que carece de suficiente capital de trabajo que termina destinando a la adquisición de un yate para el director, no será fácil persuadir a la corte que dicha transacción fue injusta para la empresa dado que hubiera sido preferible destinar esos fondos a la adquisición de insumos que hubieran sido beneficiosos para el negocio.
- iii) **Proceso de Decisión:** una acción correcta del director interesado requiere que éste revele oportunamente si viene realizando arreglos en los términos de la transacción con el objetivo de cerrar la transacción. Ejemplo de una actuación incorrecta de un director es aquella en la que el director incumple con revelar su interés o esconde los defectos de la misma, o la presión que éste pueda ejercer sobre otros directores o partes que se hallen

involucradas en la transacción. Siempre es posible de sancionar como conducta impropia de los directores que no obstante los términos económicos de la transacción sean justos, la conducta y su impacto sobre la transacción, resulta siendo impropia.

2.1.3.3 Criterio del Procedimiento Justo: Revelación del Conflicto de Interés, Aprobación por Directores Desinteresados y Aprobación por los Accionistas.

El Criterio del Procedimiento Justo consiste en la revisión de los procedimientos corporativos internos a través de los cuales la transacción interesada fue aprobada. Ello contempla la participación de directores desinteresados en la aprobación de la transacción y su efecto en la ratificación de la aprobación por los accionistas de la empresa. Son tres los procedimientos que las cortes revisan normalmente para evitar el escrutinio judicial.

1) Revelación del conflicto de interés: un procedimiento justo de una transacción interesada requiere, en primer término, la revelación del conflicto de interés por el director, gerente o funcionario interesado, quien o quienes en su caso, deben revelar la información relevante de su interés en la sustancia de la transacción. En *Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.* (224 N.Y. 483, 121 N.E. 378, 1918)²⁰⁰ la corte encontró que el director de Utica Gas & Eléctrico Co., controlaba el directorio para cerrar la transacción con Globe Woolen Co. siendo a la vez director y gerente de ésta, resultando esta situación desastrosa para la empresa eléctrica. Aun cuando su rechazo a votar en la aprobación de la transacción le dio a ésta cierta sobriedad, la corte estableció que la transacción fue injusta y evitable para la compañía eléctrica. El juez Cardozo señaló sobre el particular lo siguiente: “... *Como resultado del contrato, Utica Gas suministró al demandante corriente eléctrica a cambio de*

²⁰⁰ Idem. P.739.

nada, en los términos del contrato a cambio de \$11,000. Estos elementos de injusticia que debieron ser conocidos por el señor Maynard, eran sumamente importantes. Puede que no haya sabido que tan grande pudo haber sido la pérdida, pero pudo haber confiado en el conocimiento superior del señor Greenidge (un empleado de Utica Gas) para calcular con precisión aproximada el costo comparativo del vapor y la electricidad. En lo que no pudo haber fallado, es en saber que él había cerrado un contrato a favor de una de las partes y que dejó a su merced a la empresa eléctrica. No estaba ciego para determinar que en el lapso de diez años el negocio cambiaría o al menos que esa posibilidad existiera. Ello permite establecer que la conducta del director fue premeditada...”²⁰¹.

En otros casos, las cortes han determinado que el solo hecho de no haberse revelado a los accionistas el interés del director, ha servido de base para declarar la transacción injusta para la empresa y, por tanto, nula. En *Hayes Oyster Co. v. Key Point Oyster Co.* (391 P. 2d 979,984 Wash.1964²⁰²), la corte decidió anular la transacción realizada por un director, presidente de la empresa y accionista importante de ésta, que hizo arreglos para vender activos corporativos a otra empresa en la cual tenía intereses. No obstante, la transacción fue sometida a la aprobación de los accionistas, la corte determinó que el director interesado no había cumplido con el deber de revelar su interés en la transacción, señalando: “...Esta corte ha establecido la regla mecánica de que cuando una transacción tenga como objeto propiedades de la empresa en las cuales un director tenga interés, ello puede ser evitado por la empresa. Esa transacción no puede ser evitada cuando el director o funcionario acredita que dicha transacción ha sido justa. No obstante, su no revelación por el director o funcionario interesado es en si misma injusto...Los accionistas y directores tuvieron el

²⁰¹ Idem. P. 740.

²⁰² Ibidem

*derecho de saber del interés de Hayes a fin de determinar inteligentemente la pertinencia de retenerlo como presidente y director bajo dichas circunstancias y de entrar o no en un contrato bajo las mismas circunstancias. En justicia, ellos tenían el derecho de saber que su presidente y director se encontraba en una posición en la que debía escoger entre los intereses de las dos empresas... ”*²⁰³.

i) Aprobación por directores desinteresados: Como ya se ha dicho antes, forma parte del procedimiento justo el que una transacción interesada sea analizada, debatida y aprobada por directores desinteresados e independientes²⁰⁴. Según Bauman, uno de los temas más litigados se desarrolla en torno al concepto de quién es un director interesado, concepto que, a su vez, nos lleva a entender el concepto de “*desinteresado*” por contraposición. Los códigos empresariales de los Estados Unidos han dejado en claro que un director, gerente, funcionario o alguien con la capacidad de decidir en la transacción es interesado, si tiene un interés financiero en ella. A esto hay que sumarle el concepto de interés no financiero, aunque no se ha dicho de manera clara cuando se está frente a este tipo de interés. Anota Bauman sobre el particular que el Comentario Oficial 5 de la antigua regla de la sección 8.31 de la MBCA, que establece que una persona con un interés no financiero podría ser considerada como interesada en caso de mantener con las otras partes de la transacción una relación de la cual se pudiera esperar que afecte sus decisiones de una manera tal que afecte adversamente a la empresa.

ii) Aprobación por los accionistas: Una transacción en la que existe un director interesado puede verse como justa si posteriormente es aprobada o ratificada por la junta de accionistas.

²⁰³ Ibidem. La traducción es nuestra.

²⁰⁴ Véase el concepto de “*Director Independiente*” más adelante.

Según Bauman, en el *common law* la ratificación o aprobación de una transacción interesada crea la presunción de que la transacción es justa. Por ello, muchas cortes han indicado que la existencia de una junta de ratificación de aprobación en una transacción interesada cambia la carga de la prueba a la parte que cuestiona la transacción, quien tiene que acreditar que los términos de la transacción fueron inequitativos respecto a la suma desperdiciada. No obstante, cuando los directores interesados a su vez son propietarios de una mayoría de acciones, la ratificación o aprobación de la junta de accionistas no cambia la carga de la prueba²⁰⁵. En estos casos, las cortes han sostenido como condición para la validez de la transacción, que por lo menos una “*mayoría de la minoría*” aprueben la transacción.

Para algunos críticos como *Harols Marshs*, la regla que permite la validez de transacciones interesadas por medio de la ratificación o aprobación de los accionistas solo conduce a su ratificación o aprobación sin que pueda existir en efecto una negociación entre las partes, lo cual, muchas veces no permite alcanzar el mejor trato para la empresa²⁰⁶. En *Lewis v. Vogelstein* 699 A. 2d 327 Del Ch. 1997²⁰⁷, los directores de la empresa decidieron implementar en su beneficio un plan de remuneraciones con opciones sobre acciones de la empresa (conocido como “*stock options*”)²⁰⁸, lo cual, llevaría a un incremento de sus ingresos regulares. El plan fue sometido a la junta anual de accionistas de 1996. La junta sin embargo no tenía un estimado sobre el valor presente de las acciones autorizadas en el plan, el cual nunca fue alcanzado por el directorio en la solicitud de poderes, hecho que fue reclamado en la demanda. Aunque este extremo fue rechazado por la Corte Suprema, ésta señaló que

²⁰⁵ Idem. P. 741.

²⁰⁶ Idem. P. 742.

²⁰⁷ Ibidem.

²⁰⁸ Conocido por su denominación en inglés como “*Stock Options*”. Véase en Compensación Ejecutiva, más adelante.

tratándose del plan que contemplaba un incremento de los ingresos de los directores y que éste había sido promovido por el propio directorio y aconsejado por éstos a los accionistas, la transacción constituía una transacción interesada y que, por tanto, para su validez, requería acreditarse que se trataba de una transacción justa. Considerando que el acuerdo había sido puesto a consideración de la junta de accionistas y éste había sido ratificado, daba por hecho que la transacción había sido ratificada y que, en consecuencia, la cuestión del caso se debía concentrar en determinar cuál era el efecto de esta ratificación realizada por accionistas informados sobre este tipo de transacciones. La Corte señaló, que bajo la ley de Delaware, el acto de ratificación por los accionistas podía tener cuatro efectos. El primero de ellos, el de inmunizar completamente la transacción interesada de cualquier cargo de quebrantamiento de los *DFs*. El segundo, en cambiar la revisión judicial de una de transacción justa a otra de desperdicio de activos corporativos. El tercero, cambiar la carga de la prueba al demandante sin dejar de proteger el interés de los accionistas y el cuarto, la ratificación de los accionistas de empresas que cotizan en bolsa no necesariamente asegura el verdadero asentimiento de los accionistas ameritando el reconocimiento judicial. Por ello, bajo esta última aproximación la ratificación no tiene ningún efecto. Razonando sobre el concepto de ratificación, la Corte señaló que no era posible en estricto sentido asimilar el acto de ratificación normal realizado por el principal a un agente al de un acto de los directores ratificado por la junta de accionistas, pues ello difería en tres factores. El primero de ellos es que, en el caso de la ratificación de accionistas, no existe un principal individual sino un grupo de accionistas que pertenecen a una clase de acciones. La calidad agregada del principal significa que las decisiones de confirmar o ratificar se hallan sujetas a los problemas que contiene una acción de clase que puede contener un grupo de accionistas que tengan un interés en la transacción, y otro grupo disidente que pueda razonablemente convencerse de que la transacción es

injusta. Esto no suele suceder en el caso de una ratificación individual. En segundo lugar, en la ratificación corporativa la acción judicial no estará tan encaminada a reclamar la autoridad del agente, sino a reclamar la consistencia de la conducta de algún director respecto de su deber de lealtad con los accionistas de la empresa. Cuando se ratifica una transacción interesada, se aplica la ley societaria del estado, que generalmente exige que los accionistas quienes aprueben la transacción no tengan un conflicto de interés con aquello que aprueban y que la transacción no constituya un desperdicio de activos corporativos. Según la Corte, el desperdicio de activos corporativos se configura cuando lo obtenido por la empresa es tan desproporcionalmente pequeño con sus costos que se encuentra fuera del rango de aquello que hubiera podido ser conseguido por una persona razonable en el trato: “...*If, however, there is any substantial consideration by the corporation, and if there is a good faith judgement that in the circumstances that the transaction is worthwhile, there should be not finding of waste, even if the fact Zinder World concludes ex post that the transaction was risky...*”²⁰⁹. Por estas consideraciones, la Corte rechazó la improcedencia de la demanda y señaló que el plan ratificado por la junta de accionistas fue sumamente inusual, por lo que la corte inferior debía continuar con una investigación más profunda del caso.

2.1.3.4 El Criterio de Independencia

La independencia del criterio con el que un director, un gerente o funcionario corporativo toma o aconseja una decisión corporativa, es un criterio clave que proviene de los *DFs* en el marco del análisis del conflicto de interés y que ha sido incorporado a la doctrina del *GC* fundamentalmente al concepto del “*director independiente*”²¹⁰. Normas

²⁰⁹ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. Ps. 745,746.

²¹⁰ Véase más adelante.

como la SOX, así como reguladores, como el NYSE y el NASDAQ y la gran mayoría de bolsas en el mundo, han apuntalado este criterio en mucho de sus cuerpos normativos en las últimas décadas, como por ejemplo, en los comités de auditoría, comités de compensación ejecutiva, comités de litigio, así como el requerimiento cada vez mayor de directores independientes en los directorios de empresas listadas en bolsa²¹¹. No obstante, como señalan Maureen Brundage y Oliver Brahmst, la importancia del concepto no es nueva y, más bien, ha sido angular en las regulaciones de Delaware relativas al GC²¹². Casos, como, *Oracle Corporation* y *Martha Stewart Living Omnimedia Inc.* se han enfocado en factores comprometidos con la independencia de los directores. Otros como el de *Walt Disney Company* tuvieron que ver con directores que siendo independientes no satisficieron el Deber de Cuidado con la empresa, o como el de *Hollinger International Inc.*, en el que hallándose cuestionada la independencia de los directores, éstos habían tomado decisiones independientes que fueron respaldadas por la corte²¹³.

El concepto de director independiente -apunta Bauman- surge cuando existe conflicto de interés en el que se tiene, por lo general, un director o directorio interesado, aunque puede darse en casos en los cuales puede no existir una transacción o un interés directo o indirecto. El Criterio de Independencia, como ya señalamos, se extiende en cuanto sea posible a los gerentes y funcionarios corporativos que deben tomar una decisión corporativa o aconseja tomarla. En este tipo de situaciones se emplea el concepto de independencia del criterio y no el interés que puedan tener el director o funcionario corporativo. No obstante, ambos conceptos “*desinterés*” e “*independencia*” se hallan ciertamente interrelacionados,

²¹¹ ULBERG, Alan. Op. cit. P. 55.

²¹² BRUNDAGE, Maureen S and BRAHMST, Oliver C.. Director Independence: alive and well under Delaware Law. Global Corporate Governance Guide 2004. Op.cit. P. 116.

²¹³ Ibidem.

no son lo mismo y tienen efectos legales diferentes respecto de la acción corporativa. Así, en *Orman v. Cullman* 794 A2d 5 (Del. Ch.2002)²¹⁴, el juez Chandler señaló que si bien interés e independencia son dos cosas diferentes, estos dos atributos son a menudo confundidos por las partes. Para Chandler el interés inhabilitante bajo la ley de Delaware aparece en dos instancias. El primero cuando (1) un director personalmente recibe un beneficio (o perjuicio), (2) como resultado de la transacción cuestionada, (3) que generalmente no beneficia (o afecta) a otros accionistas de la empresa y (4) ese beneficio (o perjuicio) es de tal importancia para ese director en particular, que lleva a cuestionar si ese director tomó una decisión de manera objetiva en favor de los accionistas y la empresa respecto de la transacción impugnada. La segunda es cuando el director se halla en ambos lados de la transacción que hace que se encuentre incurso en los tres elementos de juicio vistos.

Por su parte, el concepto de “*independencia*” no entraña la pregunta si el director cuestionado ha obtenido un beneficio de la transacción que otros accionistas no han tenido. Importa, en vez, si la decisión del director es resultado de que éste la haya tomado bajo el control de otro director. Un director puede ser controlado por otro director si éste es en los hechos dominado por otro director, ya sea a través de relaciones personales o familiares cercanas o a través de la presión sobre la voluntad. Un director también puede ser controlado por otra persona, si esa persona tiene la capacidad unilateral de decidir sobre la permanencia de beneficios que pueda estar recibiendo el director investigado, sean financieros o de otro tipo, respecto de los cuales el director tiene una dependencia o es relevante para él que su pérdida podría establecer una razón para considerarlo imparcial.

²¹⁴ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. Ps. 752, 753.

En *In Re InfoUSA, Inc. Shareholders Litigation 2007 WL 2419611 (del Ch)*²¹⁵, la corte tuvo ante sí una demanda de desperdicio de activos corporativos, constituidos por una diversidad de extravagancias del director Vinod Gupta que comprendían el arrendamiento de una aeronave, el empleo de espacio personal en las instalaciones de la empresa, el regalo de un yate, una colección de autos lujosos, entre otros, que fueron todos aprobados por directores comprometidos con Gupta y que en algunos casos involucraba empresas vinculadas a los directores o al propio Gupta. Gupta era director de InfoUSA y CEO de la empresa desde fundación en 1972, titular del 41% de las acciones y presidente de dos fundaciones vinculadas a la empresa. El director George Haddix quien presidía el comité de nominación y gobierno de la empresa y miembro también del comité de compensación, era también miembro del directorio de la Universidad de Creighton. El director Vasant Raval, presidía el comité de auditoría y era miembro del comité de finanzas de la empresa, era también profesor del Departamento de Contabilidad de la Universidad de Creighton y director de la misma universidad. Hill Lardfield director de la empresa, era miembro de los comités de nominación y gobierno y del de compensación, también presidía Dreamfield Capital Ventures LLC, y era fiduciario de la empresa ante la Universidad de Nebraska. Elliot Kaplan, socio de la firma de abogados Robins, Kaplan, Millar & Cireci LLP, que prestaba servicios legales a la empresa desde 1988 y que en el 2006 recibió en honorarios la suma de \$1.1 millones. Bernard Reznicek, era miembro del comité de nominación y gobierno, ex director de CSG Systems y presidente de Premier Enterprises, así como ex decano de la Facultad de Administración de Empresas de la Universidad de Creighton. Dennis Walter, director y miembro de los comités de nominación y gobierno y

²¹⁵ Idem. P. 754.

compensación, era presidente y CEO de Jet Linx Aviation, así como vicepresidente de MemberWorks, Inc., una empresa de telemercado de Connecticut. Harold Anderson, ex director de InfoUSA y ex alumno de la Universidad de Nebraska, era también director de dos fondos mutuos de propiedad de Vinod Gupta, denominado Everest Mutual Fund Family.

El corazón de la demanda residía en que Gupta y los directores mencionados habían empleado los recursos de InfoUSA para enriquecerse. Según la acusación, entre el 2001 y el 2005, InfoUSA pagó aproximadamente \$8.2 millones a Annapurna Corporation, una empresa 100% de propiedad de Gupta. Ello comprendió el uso de jets privados, el uso del yate American Princess, el empleo de una residencia personal en California y numerosos viajes de Gupta no justificados. El yate fue empleado sin ningún propósito de negocios. Mucho de estos gastos fueron negocios que solo beneficiaron a Gupta, quien empleaba los recursos de InfoUSA para pagar a sus propias compañías, y cuyas ganancias iban directamente a su bolsillo. Sólo en dos ocasiones, algunos gastos fueron tocados en el directorio y aprobados. El director Raval, profesor de la Universidad de Creighton, recibió en el período un ingreso de \$450,000 y en el mismo período una dieta de InfoUSA de \$399,000. La firma de abogados de Kaplan recibió entre 2002 y 2005 un promedio de \$500,000 por servicios legales y en el 2006 llegó a alcanzar \$1.1 millones. Los directores Anderson, Walter y Haddix usaban sin pagar espacios en los edificios de la empresa. Según la demanda, los co-directorios eran también numerosos. Anderson era codirector de Everest Investments y director de dos fondos mutuos en Everest Mutual Fund Family, cuyo presidente era Gupta. De acuerdo a la demanda, InfoUSA pagó más de \$415,000 a Everest y aportó \$1 millón al fondo mutuo. Después de ser co-director de Everest, Anderson integró el comité de auditoría de InfoUSA y aprobó la adquisición de un edificio de Everest

Investment Mangement. Fairfield fue el presidente de BusinessCreditUSA.com, una subsidiaria al 100% de la empresa. Haddix, co-fundador y ex CEO de CGS Systems, participó como miembro de un grupo de inversión que realizó el LBO de SGS. Como parte de este esfuerzo, InfoUSA invirtió \$500,000 en el fondo de adquisición organizado por Trident Capital. Reznicek trabajaba en ese momento como presidente no ejecutivo de CGS Systems. One Source of Information Services, fue adquirida por InfoUSA en el 2004. Stryker fue CEO de Nerviant, Inc, una empresa con la que InfoUSA firmó un contrato de licencia por \$12 millones en el 2001. Los vínculos y aporte con la Universidad de Creighton también eran importantes. Raval trabajaba como profesor de la universidad y Reznicek fue decano de la Facultad de Administración de Empresas de la misma universidad. Gupta donó a Raval la suma de \$50,000 a través del V. Gupta School of Business Administration y al tiempo de la demanda seguía siendo un contribuyente importante de dicha escuela. Más adelante, Haddiz se convertiría en director de la misma universidad. Según la demanda, igualmente, diversos co-directores siguieron la conducta de viajes de Gupta, empleando el transporte corporativo para fines personales. Se encontró que Kaplan había volado a hoteles de recreación con el avión corporativo. Se encontró, igualmente, que Haddix había acompañado a Gupta a un viaje personal con su esposa empleando el jet de la compañía y Anderson acompañó a Gupta a viajes a las Bahamas, Las Vegas y a torneos masters. Por estas razones, la corte concluyó que existían indicios de responsabilidad en seis de los directores, Vinod Gupta, Haddix, Walter, Raval, Kahn y Kaplan, quienes por sus intereses personales opuestos a los de la empresa podrían haber tomado decisiones parciales y no objetivas. Kaplan, Raval, Haddix y Walter levantaban dudas razonables de su imparcialidad al haber sido nominados por Gupta y de ser incapaces de decidir de modo imparcial, por lo que mandó que el caso se volviera a revisar sobre el fondo del tema,

a efectos de determinar su probable responsabilidad por desperdicio de activos corporativos²¹⁶.

En *The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 731 A2d 342 (Del Ch.1988)²¹⁷ podemos observar la otra cara de la medalla sobre el carácter de independencia de un director. El padre Leo J. O'Donovan, al tiempo de la demanda, Presidente de Georgetown University y director de Disney fue cuestionado de parcialidad. Esta parcialidad fue denunciada debido a que Georgetown University recibía donaciones de Eisner, director de Disney, por encima de \$1 millón desde 1989 y porque era el alma mater de sus hijos. Por ello, la demanda señalaba que O'Donovan no iría contra los intereses de Eisner, citando como precedente a *Lewis v. Fuqua*. En *Lewis v. Fuqua*, Duke University recibió una donación de \$10 millones de Fuqua, miembro dominante del directorio de esta universidad y Sanford, Presidente de Duke University, sostenía numerosos asuntos políticos y financieros con Fuqua. La corte sostuvo que estos mismos hechos no eran los de O'Donovan respecto de Eisner, más aun si en Duke, tanto Sanford como Fuqua, sirvieron como directores simultáneamente. La corte se preguntó inmediatamente después, si Eisner había ejercido una influencia tal sobre O'Donovan de modo que éste no hubiera podido asumir un juicio independiente como director de Disney, señalando que la demanda no había alegado la existencia de ningún beneficio personal recibido por O'Donovan, y que de hecho había admitido que como padre jesuita se hallaba prohibido de recibir dietas. Asimismo, rechazó el argumento de las donaciones de Eisner a Georgetown University como cualquier causa de parcialidad, dado que, ninguno de los miembros del directorio de Georgetown o Disney habían recibido ningún beneficio personal de Eisner o sus donaciones.

²¹⁶ Idem. P. 768.

²¹⁷ Ibidem.

En *Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A 2d 917 (Del. Ch. 2003)²¹⁸, la corte de Delaware asumió un enfoque diferente del caso anterior (ausencia de dominio personal y lazos financieros), en el que los miembros del comité especial de litigio (SLC²¹⁹) nombrado por el directorio para determinar la responsabilidad del CEO y otros directores de la empresa sobre revelación de información privilegiada, fueron cuestionados por sus relaciones con los miembros del comité y Stanford University. Los miembros del comité especial eran dos prominentes académicos de Stanford University con credenciales impecables y que habían determinado a través de una investigación que comprendió setenta testigos diferentes y un informe sumamente nutrido y técnico de más de mil cien páginas que no existían razones fundadas para demandar a los directores investigados. El Vice- Canciller Strine resolvió que los dos miembros del comité no eran lo suficientemente independientes para arribar a un juicio imparcial sobre la posible responsabilidad de los investigados. Striner señaló que, durante la etapa probatoria, se pudo acreditar que los miembros del SLC, los cuales era profesores de Stanford University, fueron requeridos para investigar directores de Oracle que tenían importantes lazos con Stanford. Uno de ellos, otro profesor de Stanford, había enseñado a uno de los miembros del SLC en su curso como alumno del doctorado y al momento de la demanda trabajaba con él en el instituto de investigación de la universidad; otro de los directores era un alumno de Stanford que había contribuido con millones de dólares a Stanford, incluyendo a departamentos a los cuales se encuentran vinculados uno de los miembros del SLC; y otro de los directores y CEO de Oracle, había realizado donaciones importantes de carácter personal o a través de fundaciones de la empresa. Tomando en conjunto todos estos hechos, Strine determinó la existencia de una duda razonable sobre la

²¹⁸ Idem. Op. cit. P. 769.

²¹⁹ Special Litigation Committee

imparcialidad de los miembros del SLC y concluyó que el proceso debía continuar contra los miembros del comité: “...*The question of independence “turns on whether a director is for any substantial reason, incapable of making a decision with only the best interests of the corporation in mind. That is, the independence test ultimately ‘focuses on impartiality and subjectivity... It is no easy task to decide whether to accuse a fellow director of insider trading. For Oracle to compound that difficulty by requiring SLC members to consider accusing a fellow professor and two large benefactors of their university of conduct that is rightly considered a violation of criminal law was unnecessary and inconsistent with the concept of independence recognized by our law. The possibility that these extraneous considerations biased the inquiry of the SLC is too substantial for the court to ignore. I therefore deny the SLC’s motion to terminate.”*²²⁰. Sobre este extremo el NYSE, señala por ejemplo, que un director no puede calificar como “*independiente*” a menos que el directorio afirmativamente determine que éste no tiene ninguna relación relevante con la empresa listada, ya sea directamente, como socio, accionista u organización que tenga una relación con dicha empresa y que, en todo caso, ello debe revelarse²²¹. Apuntan *Brundage y Brahmst* que, consecuentemente con este fallo, un director puede comprometer su independencia no solo si tiene un interés financiero, sino que tiene relaciones personales o de otro tipo respecto de la parte interesada, rechazando el argumento de que la independencia solo se halla comprometida cuando existe un dominio y control sobre los directores por la parte interesada²²².

²²⁰ BAUMAN, Jeffrey. Op.cit. P.770.

²²¹ ULBERG, Alan. Op. cit..P. 56. Señala, por ejemplo, que estas relaciones pueden incluir relaciones comerciales, industriales, bancarias, de consultoría, legales, contables, caritativas y familiares, entre otras.

²²² BRUNDAGE, Maureen S and OLIVER, C Brahmst. Op. Cit. P.117.

En contraste con lo anterior, señalan *Brundage y Brahmst*, en *Bem ex rel Martha Stewart Living Omnimedia*, la Corte Suprema de Delaware encontró que aun cuando dos de los seis directores no eran independientes, la demanda había fallado en probar suficientes hechos que levantarán dudas razonables para cuestionar la independencia de los directores²²³. La corte anotó que la noción primaria a partir de la cual la independencia de un director debe ser medida se halla en sí su decisión se funda en méritos corporativos respecto del objeto que ha sido materia de atención por el directorio, antes que en otras consideraciones, por lo que la imputación de meras relaciones de amistad por sí mismas, son insuficientes para levantar una duda razonable sobre la independencia de un director²²⁴.

Nótese, sin embargo, en *The Walt Disney Co. Derivative Litigation*²²⁵, que la Corte de Cancillería de Delaware negó la moción de archivamiento del caso contra directores de Disney, quienes aun cuando no habían sido cuestionados por su independencia, ciertamente habían quebrantado sus *DFs*. La demanda sostuvo que los directores habían quebrantado sus *DFs* al aprobar el contrato laboral de su past-presidente Michael Ovitz y su CEO Michael Eisner. La corte señaló que aun cuando tradicionalmente ha sido contraria a echar un segundo vistazo a las decisiones corporativas pasando por encima de la Regla del Criterio de Negocios, los hechos del caso ameritaban más que negligencia, negligencia grave y/o dolo en el proceso de decisión. Más bien, los hechos denotaban el incumplimiento grosero de la Regla y la buena fe en satisfacer las obligaciones fiduciarias del directorio. La corte señaló que los hechos sugerían, por el contrario, el quebrantamiento consciente e intencional de la responsabilidad del directorio al adoptar una conducta de “*que nos importa los riesgos*”

²²³ Ibidem.

²²⁴ Idem Pg. 118.

²²⁵ Idem Pg. 119.

respecto de los hechos materia de decisión²²⁶. El contrato laboral fue negociado por Eisner y Ovitz, amigos personales y cercanos por más de veinticinco años. El directorio no revisó el proyecto del contrato laboral y nunca recibió la asesoría de expertos en *Compensación Ejecutiva*²²⁷. Lo aprobó sin revisarlo, y nunca hizo preguntas sobre el salario de Ovitz, sus opciones sobre acciones o su posible culminación. Un escenario similar se dio al término del contrato. Eisner negoció su separación sin el aporte del directorio. Aun cuando el directorio tomó conocimiento de las acciones de Eisner, no tomó ninguna acción. La corte encontró que la demanda había acreditado suficientemente el quebrantamiento del directorio de actuar honestamente y en buena fe en razón de los mejores intereses de la empresa. Ello no sólo levantó la protección de la Regla del Criterio de Negocios al directorio, sino que abrió la posibilidad de hallarlos personalmente responsables.

Para cerrar nuestra idea del Criterio de Independencia, tomemos en cuenta finalmente, el caso *Hollinger International Inc.v. Black*, también citado por *Brundage y Brahmst*²²⁸, en el que la Corte resolvió en favor de los directores independientes y respaldó las acciones tomados por éstos en contra de los accionistas controladores. En el caso, Black, el accionista controlador y presidente del directorio, fue confrontado con el resto del directorio, el cual se hallaba ciertamente compuesto de directores externos e independientes, quienes habían sido seleccionados por el mismo Black y con quien éste sostenía vínculos de amistad. El directorio tenía entre sus miembros personas connotadas, como Henry Kissinger, ex Secretario de Estado del gobierno de los Estados Unidos. La controversia se centró en que Black, quien había firmado con Hollinger para maximizar su valor y venderla, había pretendido vender su

²²⁶ Ibidem.

²²⁷ Véase más adelante. Las itálicas son nuestras.

²²⁸ Idem. Ps. 119-120.

paquete accionario en la matriz sin conocimiento del directorio y, a su vez, obtener un poder de veto sobre la venta de las acciones de Hollinger. Estas acciones de Black fueron bloqueadas por el directorio de Hollinger con la implementación de un plan de derechos o “*Píldora Venenosa*”²²⁹ para el evento de una venta de las acciones de Hollinger. La corte encontró que Black había repetidamente violado su deber de lealtad con Hollinger y concluyó adicionalmente que había impedido la consumación de una valiosa oportunidad corporativa de Hollinger, desviándola a su favor. Finalmente, respaldó el plan de acciones propuesto por el directorio independiente el cual era consistente con su obligación de defender a Hollinger (una vez identificada la amenaza contra la empresa, un directorio independiente debe tomar los pasos razonables y apropiados para mitigarla, aun si estos provienen de sus fueros internos).

2.1.3.5 El Criterio de Buena fe

El concepto de buena fe es otro de los criterios que se halla presente en los *DFs*. El Criterio de Negocios presume que los directores, la alta gerencia y los funcionarios que toman decisiones en la empresa, deben actuar de buena fe.

El concepto se halla igualmente vinculado al análisis del Criterio de Independencia, en el que los jueces por lo general se preguntan si los directores actuaron de buena fe. Según *Bauman*, el Criterio de Buena Fe aparece en dos tipos de demandas: cuando se alega que los directores (y/o demás funcionarios que hayan tomado una decisión corporativa) han quebrantado el cumplimiento de sus obligaciones en la toma de ciertas decisiones, como en

²²⁹ La “*Píldora Venenosa*” generalmente comprende un plan de distribución de acciones y opciones sobre acciones a precios con primas muy por encima del precio de mercado y/o de la oferta lanzada por el adquirente. Se emplea en las adquisiciones hostiles como medio de defensa contra el comprador hostil. Sobre este concepto ver más la Nota a Pie de Página 221 en la sección de adquisiciones hostiles.

la compensación ejecutiva o las fusiones, y en los casos en los cuales se alega que los directores (y/o demás funcionarios) han incumplido con sus obligaciones de monitorear y vigilar la actividad corporativa (conocidas como demandas *Caremark*)²³⁰.

En el ya mencionado *Disney Co. Deriv. Light.*, 906 A 2d 27 (Del 2006) la Corte Suprema de Delaware, estableció algunos criterios que ayudan a entender el concepto de buena fe, distinguiéndolo de los conceptos de mala fe y negligencia grave. Una primera categoría es la mala fe subjetiva, es decir, aquella conducta fiduciaria motivada en el intento real de causar un perjuicio a la empresa, esto es, dolo²³¹. Una segunda categoría comprende la falta de diligencia, esto es, aquella conducta fiduciaria constituida por la negligencia grave del actor, empero, sin la existencia de dolo. Una tercera categoría sería una intermedia entre las dos categorías²³². No obstante, en numerosas ocasiones, tanto la ley corporativa de Delaware cuanto las decisiones judiciales, han dejado entrever que no siempre, el incumplimiento de las obligaciones de cuidado, importan la violación de la obligación de actuar de buena fe.

Dicho lo anterior, la Corte de Delaware define el Criterio de Buena Fe a través del concepto de incumplimiento de la obligación de actuar de buena fe a favor de la empresa. El incumplimiento ocurre cuando un director o funcionario incurre en cualquiera de las categorías descritas antes: *“A failure to act in good faith may be shown for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than of advancing the bests interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent of violate applicable positive law,*

²³⁰ BAUMAN, Jeffrey. Op.cit..Ps.781-782. Recordemos aquí el caso *Caremark* visto anteriormente.

²³¹ Según Bauman, en muchos casos la sola existencia de negligencia grave puede importar la existencia de mala fe. Por ejemplo, el no informarse adecuadamente de los hechos relevantes de una operación corporativa bajo su vigilancia podría entrañar la mala fe del director en falta.

²³² BAUMAN, Jeffrey. Op. Cit. P. 782. En esta categoría, podría haber, por ejemplo, un dolo eventual o una conducta tan groseramente negligente que pueda ser equiparable al dolo.

or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard of his duties. There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient.”²³³. Así, En *Stone v. Ritter* 911 A. 2d 362 (Del 2006)²³⁴ la Corte Suprema de Delaware confirmó el fallo de la Corte de la Cancillería que declaró improcedente la demanda de responsabilidad interpuesta contra los directores de AmSouth Bancorporation, una empresa incorporada en el estado de Delaware, catalogando la demanda como una “*clásica demanda Caremark*”. Por ello, la Corte falló declarando que *Caremark* articulaba las condiciones establecidas para determinar la responsabilidad de vigilancia de los directores: (a) cuando los directores fallan gravemente en la implementación de sistemas de información o reporte, o (b) habiendo implementado dichos sistemas o controles, incumplen conscientemente con monitorear o supervisar las operaciones de la empresa poniéndose en la condición de no hallarse adecuadamente informados acerca de los riesgos y problemas que deben llamar su atención. En ambos casos, según la Corte, la imputación de responsabilidad requiere que los directores hayan tenido conocimiento de que incumplían con sus obligaciones fiduciarias:” *Where directors fail to act in the face of a known duty to act, thereby demonstrating a conscious disregard for their responsibilities, they breach their duty of loyalty by failing to discharge that fiduciary obligation in good faith.*”²³⁵. Según la Corte, el fallo *Caremark* estableció que era importante que el directorio asumiera con juicio de buena fe que los sistemas de reporte e información de la empresa en concepto, constituyera un sistema adecuado que asegure una apropiada

²³³ Idem. P.783.

²³⁴ Idem. P.784.

²³⁵ Idem. P.789.

información al directorio y de que esta información llegue de manera oportuna y diaria, de manera tal que ello satisfaga su responsabilidad.

El deber de actuar de buena fe a fin de estar informado, no obstante, no puede estar pensado con el objeto de requerir a los directores que tengan información de todos los aspectos de la actividad corporativa. A este criterio se le denomina *Standard Caremark* y se configura de la siguiente manera: “*Generalmente frente a la existencia de una demanda de responsabilidad del directorio por pérdidas corporativas, y ante la existencia de ignorancia de responsabilidad, como en el caso Grahamsolamente un incumplimiento sostenido y sistemático de ejercer adecuadamente el monitoreo de la empresa tal como un quebrantamiento grave de asegurarse la existencia de sistemas de información y reportes, podrá constituir la falta de mala fe, condición para establecer la responsabilidad del directorio*”²³⁶. En *Graham*, la Corte señaló que “*en ausencia de sospecha, no existe obligación de los directores de instalar y operar un sistema corporativo de espionaje a fin de eliminar la existencia de fallas sobre las cuales no tiene razón para sospechar*”²³⁷. El fallo en realidad refleja lo encontrado por la Corte respecto de los argumentos esgrimidos en la demanda. El reporte de KPMG había acreditado la existencia de los sistemas de control BSA²³⁸/AML²³⁹ implementados por AmSouth y todos los esfuerzos realizados por el directorio con este objetivo. Ciertamente, las autoridades gubernamentales habían encontrado que estos programas violaban los requerimientos de la Ley de Confidencialidad

²³⁶ Idem. P. 787. La traducción es nuestra. Téngase presente aquí que, de acuerdo a la corte, la carencia de buena fe es condición indispensable para establecer el incumplimiento del deber de lealtad, pero no significa que ello importe, ipso facto, el incumplimiento del mismo: “The phraseology used in *Caremark* that we employ here – describing the lack of good faith as a “necessary condition to liability “- is deliberate. The purpose of that formulation is to communicate that a failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith “is a subsidiary element (,) i.e. a condition, “of the fundamental duty of loyalty”.

²³⁷ Idem. P.786. La traducción es nuestra.

²³⁸ Bank Secrecy Act.

²³⁹ Anti-Money-Laundering regulations.

Bancaria (BSA) y que dicho programa carecía de un monitoreo adecuado por el directorio, y que en todo caso había sido ineficiente. No obstante, según la Corte, la demanda había fallado en establecer la carencia de buena fe en los actos del directorio y que las fallas encontradas en el monitoreo del sistema no se debieron propiamente a la inacción del directorio sino a fallas de algunos empleados de menor jerarquía, por lo que no podía equipararse la existencia de un mal resultado con la existencia de mala fe. El vacío de la demanda, según la Corte, se fundó en la falla de no reconocer que la actuación de buena fe del directorio no podía prevenir los actos criminales de los empleados y que frente a la falta de indicios que levantarán la sospecha del directorio sobre dichos actos criminales, solo los obligaba a la implementación de las medidas de supervisión y control que los alimentara con la información adecuada para el desempeño de sus funciones, y no a la especulación de lo que podrían haber estado haciendo los empleados que fallaron en la implementación de los sistemas.

2.1.3.6 Doctrina de la Oportunidad Corporativa

En el contexto del Deber de Lealtad, esta doctrina prohíbe a los directores, gerentes o funcionarios corporativos desviar para sí mismos cualquier oportunidad de negocios que “pertenezca” a la empresa. En *Guth v. Loft*, 5 2d 503,511 (del 1939)²⁴⁰, uno de los casos famosos sobre la aplicación de la doctrina, la Corte Suprema de Delaware estableció que un fiduciario corporativo no puede tomar para sí una oportunidad de negocios si la empresa está en la capacidad financiera de tomarlo, si se encuentra dentro de la línea de negocios de la empresa, si es ventajoso para ésta y si es un negocio en el cual la empresa tiene interés o se halla en la expectativa razonable de tenerlo.

²⁴⁰ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. P. 800.

La doctrina prohíbe que los directores, gerentes y funcionarios exploten para sí sus propios intereses empresariales compitiendo con la empresa, aun en la ausencia de un convenio de competencia explícito con ésta. Difiere de otros *DFs*, en la medida que se concentra en el perjuicio potencial que esta conducta puede causar a la empresa en vez del perjuicio actual. La usurpación ilegal de la oportunidad corporativa ocurre cuando el ejecutivo corporativo toma la oportunidad para sí, sin presentarla previamente a la empresa. La empresa puede rechazarlo o aún si lo acepta, podría no ser rentable. Por eso, el remedio a estas situaciones es que la empresa reciba los beneficios del negocio usurpado.

Veamos a continuación los elementos constitutivos de la doctrina:

1) Interés o Expectativa

Las cortes han definido *interés* o *expectativa* como el derecho corporativo que puede aparecer en varias circunstancias, como por ejemplo, cuando los directores y/o funcionarios negocian en representación de la empresa, cuando la empresa se halla en la búsqueda de un negocio en particular de conocimiento, o cuando la oportunidad de negocios fue tomada y desarrollada a expensas de la empresa o fue realizada dentro de las instalaciones de ésta y que sea de especial valor para el beneficiario, como una propiedad inmueble, una fórmula, patentes, una empresa competidora o una requerida para el crecimiento y expansión de la empresa o situaciones similares²⁴¹.

²⁴¹ BAUMAN, Jeffrey. Op. cit. Ps. 807,808.

2) Línea de Negocios

Bajo este elemento, una empresa tiene derecho preferencial sobre una oportunidad de negocios que se le presente a un director o funcionario que se halle dentro de la línea de negocios de la empresa.

La evaluación de este elemento se halla cercanamente relacionada con “*el interés o la expectativa*”, pero incluye el acercamiento real de que la oportunidad corporativa se encuentre dentro de la línea de negocios de la empresa. Tenemos, por ejemplo, que en *Guth*, la corte señaló lo siguiente: “*El concepto no se haya definido de manera precisa, ni está determinado por una fórmula. Tiene una significación flexible que debe ser aplicada de manera racional y sensible a los hechos y circunstancias del caso. Cuando una empresa desarrolla una actividad en un determinado negocio, y se presenta una oportunidad en la cual se halla desarrollando su actividad, en la que tiene un conocimiento fundamental, experiencia práctica y la capacidad para desarrollarla, que de manera natural y lógica se adapte a su negocio de acuerdo a su capacidad financiera, y que sea consonante razonablemente con sus aspiraciones de expansión, puede ser apropiado que la oportunidad se halle en su línea de negocio*”²⁴². Consecuentemente, agrega Bauman, si una propuesta de negocios requiere a una empresa modificar su infraestructura operativa más allá de un cierto límite, la oportunidad de negocios se hallará fuera de la línea de negocios de la empresa. El límite será determinado por el *statu quo* de lo que razonablemente esperen los accionistas que realice la empresa, que normalmente esperan nuevas oportunidades, pero seguras.

²⁴² Ibidem. La traducción es nuestra.

3) Equidad

Este extremo consiste en la inequidad o injusticia de que un director que tiene una relación fiduciaria con la empresa, tome ventaja de una oportunidad de la empresa que representa justo cuando lo que debería hacer es proteger dichos intereses. Dado su alto grado de complejidad moral, normalmente su evaluación se halla ligada de manera combinada con el concepto de línea de negocio.

Finalizando con el Deber de Lealtad, tenemos así, entonces, que la Doctrina de la Oportunidad Corporativa, conjuntamente con el Deber de Impedimento de Autobeneficio, y los Criterios de Independencia y Buena Fe, constituyen, el cumulo de deberes ético-legales, que comprende este deber, los cuales tienen que observar los gestores corporativos respecto de empresa, los constituyentes y los recursos corporativos que administran, alineando la dirección y control con los intereses de la empresa.

Anotamos como se puede observar que tanto los Deberes de Cuidar como los de Lealtad han surgido de las cortes (gran parte en las cortes del Estado de Delaware), para posteriormente ser incorporadas a los códigos corporativos estatales y federales de los Estados Unidos (las leyes de 1933, 1934 y 2003), y al resto del mundo a través del Banco Mundial, la banca multilateral y la práctica corporativa global alimentado la fase legal del *BGC*.

2.2 Deberes Fiduciarios con la Empresa, Compensación Ejecutiva, Adquisiciones Hostiles y los Accionistas Minoritarios

2.2.1 Deberes Fiduciarios con la Empresa

Dicho lo anterior, es importante en esta parte de la investigación precisar a favor de quién y cómo se deben y aplican los *DFs* en determinadas circunstancias críticas de la

actividad empresarial como son la Compensación Ejecutiva, las Adquisiciones Hostiles y los Accionistas Minoritarios.

En primer término, debemos anotar, que en concordancia con la Teoría del Equipo de Producción esbozada, los *DFs* deben favorecer a la empresa y no exclusivamente a los accionistas que la integran, pues no solo importan deberes de los directores, gerentes y/o funcionarios con los accionistas, sino con todos los constituyentes empresariales. Nótese sobre el particular que considerando que el nexo contractual vincula al íntegro del equipo de producción, los *DFs* deben proteger la integridad de la comunidad de constituyentes²⁴³. En este contexto, el *Paradigma del Accionista* debe tomarse como una regla relativa y de aplicación excepcional, limitada en el mejor de los casos a la pequeña empresa, a las cuales también es posible extender la preferencia comunitaria.

Margaret M. Blair y Lynn A. Stout, sustentan la hipótesis esbozada dando cuenta que, si se analiza por ejemplo la Regla del Criterio de Negocios de manera detallada, se tiene que el requisito de la actuación debidamente informada de los directores, gerentes y/o funcionarios beneficia a los accionistas, pero también a los empleados, acreedores y otros constituyentes, dado que una información eficiente permitirá un mejor empleo de los recursos corporativos. Esto mismo puede decirse de los deberes de vigilancia, monitoreo, independencia o de la doctrina corporativa, entre otros. Según Blair y Lynn, la regla por la que los directores deban actuar de manera honesta en la creencia que actúan en el mejor interés de la empresa, hace que el derecho corporativo crea en la empresa como una entidad que tiene sus propios intereses y que no actúa como un agente de los intereses de los accionistas. Por ello, apuntan, que generalmente los precedentes judiciales interpretan el

²⁴³ MACEY, Jonathan. Op. cit. Ps. 43,44.

“*interés de la compañía*” como un interés que incluye también el interés de quienes no son accionistas, entre ellos, el de los trabajadores, los acreedores y la comunidad: “...*Thus judges have sanctioned directors’ decisions to use corporate funds for charity purposes; to reject business strategies that would increase profits at the expense of the local community; to avoid risky undertakings that would benefit shareholders at creditors expense and to fend off a hostile bid at a premium price in order to protect the interests of employees or the community. As theses axamples illustrate, modern corporate law does not adhere to the norm of shareholder primacy*”²⁴⁴ .

En este orden de ideas, nótese que las cortes han sido sumamente tolerantes en muchos casos en los cuales los directores han perseguido intereses contrarios a los de sus accionistas, con preferencia de los no accionistas: las cortes de Delaware son un ejemplo de ello. En *Unocol Corp. V. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (del 1985)²⁴⁵, caso en el que la Corte Suprema de Delaware sostuvo que los directores de las empresas públicas (listadas en bolsa) que deseen resistir un ataque de una compra hostil no pueden invocar la protección del Criterio de Negocios a menos que demuestren primero que la referida compra constituya una amenaza contra “*la empresa*” y ello, solo puede acreditarse cuando la amenaza tenga un impacto contra los acreedores, clientes, empleados y hasta la comunidad en general. En otras palabras, sostienen Blair y Stout, que “*Unocol rechaza de manera contundente la primacía del accionista a favor de los intereses de la empresa, que incluye el interés de los no accionistas*”. Las cortes de Delaware confirmaron este punto de vista menos de un año después en *Revlon Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings* (505.A 2d 173 Del. 1986)²⁴⁶, en el

²⁴⁴ BLAIR, Margaret M. and STOUT, Lynn A.. Op.cit. P. 61.

²⁴⁵ Idem. P.62.

²⁴⁶ Idem. P.63.

que los directores de Revlon adoptaron tácticas defensivas en un oferta hostil favoreciendo a un comprador amistoso, amparándose en los intereses de ciertos acreedores. La Corte Suprema de Delaware sostuvo que los directores violaron la Regla del Criterio de Negocios dado que *“cuando la ruptura de la compañía se hace inevitable...el deber del directorio...cambiaba de la preservación de Revlon como una entidad corporativa a la maximización del valor de venta de la compañía en beneficio de los accionistas”*. Consecuentemente, la corte sostuvo que el rol de los directores cambiaba de defensores del bastión corporativo a martilleros del mejor precio para los accionistas en un escenario de venta de la empresa, lo cual, si bien diera la impresión a primera vista de que el fallo promovía la supremacía del accionista, en realidad señala que cuando la empresa pasa a pocas manos, perdiendo su carácter público (de bolsa), se aplica por excepción la supremacía del accionista²⁴⁷.

En este contexto el rol del directorio se vuelve angular en el balance de poder entre los paradigmas, entre los accionistas y los no accionistas, como lo que ha venido sucediendo en los últimos años, por ejemplo, a raíz de la competencia por la atracción de capital y la aparición de un mayor número de fondos de pensiones. De un lado, muchos directorios fortalecidos por políticas nacionales, han tenido que incrementar la ganancia de los accionistas para mantener o fortalecer su política de atracción de capital. Del otro, la mayor preponderancia de los fondos de pensiones y los fondos de pensiones de los sindicatos laborales, vienen presionando el equilibrio de las fuerzas en competencia al interior de las empresas, fortaleciendo el interés del capital humano con el de los accionistas.

²⁴⁷ Ibidem.

La aplicación de los *DFs* al interés de la empresa, puede advertirse claramente en la conducta corporativa que se debe observar en la fijación de la compensación ejecutiva, la conducta del directorio en las adquisiciones hostiles y la conducta de los accionistas controladores respecto de los minoritarios, situaciones en las que el costo de agencia y el conflicto de interés, así como la extracción y el despilfarro de activos, puede afectar la marcha de la empresa y no solo el interés de los accionistas. Veamos estos eventos a continuación.

2.2.2 Compensación Ejecutiva

Uno de los temas de mayor relevancia vinculado a los conceptos de *DFs* y *GC* del directorio, gerentes y/o funcionarios es la Compensación Ejecutiva (*CE*), considerado por muchos, la piedra angular del costo de agencia y del conflicto de interés, dado que es a través de ella que los directores, gerentes y ciertos ejecutivos pueden extraer recursos de los negocios que gestionan afectando a la comunidad de constituyentes. El término *CE* se debe a su denominación inglesa “*Executive Compensation*” y corresponde al pago que reciben los altos ejecutivos y, en general, la plana gerencial por su trabajo y servicios a la empresa y que al ser fijados por el directorio o su plana gerencial, ponen en escrutinio los Deberes de Cuidado y Lealtad para el manejo adecuado de los recursos empresariales. Téngase como ejemplo como señala Bauman, que para el caso de Estados Unidos, en los 80s, el ingreso de los *CEOs* era cuarenta y dos veces mayor que el de un trabajador promedio, mientras que en los 2000s, se incrementó a 300 veces²⁴⁸. El debate en torno al tema se incrementó debido a la crisis financiera y la recesión alcanzada en Estados Unidos y Europa en la medida que los

²⁴⁸ BAUMAN, Jeffrey. Op. Cit. P. 820.

mismos fondos considerados como responsables de la crisis pagaron enormes montos a sus ejecutivos. Aunque el debate en torno al tema no es reciente.

Yablon apunta que la *CE* ha sido tradicionalmente preocupante para el derecho corporativo, dada la existencia de una vinculación íntima entre los altos ejecutivos y los directores que fijan sus salarios creando un inherente conflicto de interés, exacerbado por el hecho mismo que el dinero que pagan no les pertenece²⁴⁹. Téngase presente, así también,

²⁴⁹ YABLON, Charles M. Originalmente publicado en 75 *Notre Dame Law Review* (1999), Volúmen 75, No. 1, *Notre Dame Law Review*, ps. 271-308. Reimpreso con autorización. En JOO, Thomas W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Op.cit. P. 413. Haciendo un recuento histórico del tema, Yablon señala que hasta inicios del siglo veinte, el problema de la compensación ejecutiva no existía. La gente manejaba sus negocios del modo criticado por Marx, dado que ellos eran los propietarios de los medios de producción. Tempranamente en el siglo veinte, el desarrollo de grandes mercados de capitales, particularmente en Londres y Nueva York, habilitaron de dinero a los emprendedores que pudieron levantar capitales a través de la venta pública de acciones. El resultado fue la familiar separación de la propiedad del control en la empresa en bolsa. Esta separación creó la posibilidad cierta de que los ejecutivos corporativos pudieran sustraer los activos corporativos a través de la obtención de paquetes de compensación que excedían la compensación justa que hubieran recibido por sus servicios de un simple accionista. El esfuerzo principal regulatorio a fin de restringir esta conducta ha consistido en establecer ciertos procedimientos de protección como la delegación de todas las decisiones remunerativas a un comité compuesto solo de directores externos. Como describe Yablon, en la medida que el mundo corporativo cambió en las últimas décadas, el concepto de una compensación ejecutiva apropiada también varió. Los sesentas fueron el tiempo de los grandes conglomerados, cuando Harold Geneen de ITT y Charles Bluhdorn de Gulf & Western, crearon vastos imperios corporativos basados en adquisiciones amistosas de compañías dispares para crear un impresionante pero frecuente amalgamado todo. No casualmente, los capitanes de estos *Titanics* también lideraron el camino de los paquetes compensatorios. En la primera encuesta de Forbes de los ejecutivos mejor pagados de 1971, Harold Geneen de ITT terminó primero, con una ganancia de \$767,000 (\$3,221,400 en valor presente de 1999). Luego de una gran recesión en los Estados Unidos a inicios de los setentas, la era de los conglomerados fue reemplazada en los tardíos setentas y tempranos ochentas, por la era de las adquisiciones hostiles, en las cuales los compradores pagaban por las acciones de las empresas objetivo un precio muy por encima por el precio de mercado. Ello trajo consigo un importante cuestionamiento teórico para los académicos corporativos: si como se asume, el mercado de capitales es un mercado eficiente, cómo era posible que los compradores de las adquisiciones hostiles pagaran más por el precio de las acciones de las empresas adquiridas, hecho que se exacerbó con la aparición de los denominados *MBOs* (*Mangamente Buy Outs* o adquisiciones hostiles realizadas por los propios directores y gerentes de las empresas objetivo). La respuesta académica inicial de que el mayor pago por el precio de las acciones de las empresas adquiridas en una adquisición hostil, se debía a que estas empresas venían siendo sub-gerenciadas, hecho que los compradores habían advertido en el mercado y que había permitido un mejor pago por el precio de las acciones, quedaba ciertamente corta con la aparición de los *MBOs* en los que los propios directores y gerentes de las empresas adquiridas aparecían ahora como los compradores quienes advirtiendo la sub-gerencia de las empresas que conducían, eran capaces de mejorar esa gerencia para ellos mismos pagando un mayor valor por la adquisición a sus accionistas y luego recuperando el principal y los intereses de la inversión que había significado la adquisición de las empresas que gerenciaban. En otras palabras, los funcionarios que sub-gerenciaban las empresas recibiendo exorbitantes paquetes compensatorios, podían para sí mismos gerenciarlas mejor, lo cual, aumentaba el conflicto de interés y contradecía el sentido de los paquetes ejecutivos. En este estado, los profesores Jensen y Murphy de la Universidad de Harvard plantearon en su artículo *CEO Incentives-It's not How Much you Pay, But How*, de 1990 el concepto del alineamiento del pago

que dado el eminente conflicto de interés que puede existir, el Deber de Cuidado es a menudo analizado simultáneamente, considerando que la remuneración debe provenir de una decisión debidamente tomada e informada por los directores que, hoy en día, debe tener una interrelación entre el ingreso percibido por el directorio, la gerencia y los altos oficiales corporativos y la performance de la empresa.

2.2.2.1 Formas de Compensación Ejecutiva

Bauman señala que existen diversos instrumentos que las grandes empresas emplean para pagar a sus ejecutivos, que normalmente se establecen a través de los comités de *CE* de los directorios. Aun cuando no existe una forma única, usualmente incluye paquetes en los que se combinan salarios, bonos, opción de acciones y otros planes fundados en precio de acciones, planes de pensión y otros beneficios. El principal objetivo de estos paquetes es la atracción de ejecutivos calificados para incrementar el valor y la rentabilidad de la empresa.

i) Opción Preferente de Acciones : También conocidas como “*Stock Options*”, los directores, gerentes y/o funcionarios obtienen la posibilidad de adquirir acciones de la empresa que gerencian a un valor predeterminado, con la alternativa de que, si este valor predeterminado es menor al precio de mercado del momento del ejercicio de la opción, el ejecutivo pueda obtener una ganancia por la diferencia (“*in the money*”), que se crearía por el mayor valor que adquiere el precio de la acción en el tiempo. El último valor que adquiere la acción depende del precio de mercado de las acciones de la empresa al momento que el tenedor ejerce la opción. Este mayor valor, supone el incremento de valor adquirido por la empresa en el tiempo por la mejoría aportada por el ejecutivo. Según Bauman, en los noventa,

por performance, en el que la compensación ejecutiva no es propiamente vista como un problema de deberes fiduciarios. La traducción es nuestra.

consultores y comentaristas promovieron el empleo de estos paquetes ejecutivos con la finalidad de alinear los intereses de la gerencia con aquellos de sus accionistas, ofreciendo paquetes de compensación altamente dependientes y contingentes, como un pago sustentado en el largo plazo vinculado al precio de la acción de la empresa en el mercado. Se decía que las gerencias solamente pagadas con salarios eran muy adversas al riesgo y que este tipo de paquetes los haría pensar como accionistas. Las empresas respondieron implementando este tipo de instrumentos que llegaron a comprender el setenta y cinco por ciento del total del paquete de pago²⁵⁰. Estos instrumentos, sin embargo, han sido objeto de muchas críticas en el campo legal y corporativo. Lucian Bebchuck y Jesse Fried²⁵¹, señalan por ejemplo, que si bien teóricamente existe un vínculo débil entre el pago no accionarial y la performance de la empresa, en la práctica ha permitido que los ejecutivos obtengan grandes ganancias aun en circunstancias en las cuales han generado resultados muy exiguos o inclusive pobres. Según los autores, las opciones convencionales han permitido a los ejecutivos la obtención de ganancias derivadas de incrementos del precio nominal de las acciones por encima del precio de emisión de la opción, lo cual les ha permitido rentabilizar aun cuando sus resultados han sido menores que sus aportes aprovechando las fuerzas de mercado que algunas veces presionan el precio de las acciones al alza. Estos picos aprovechados por los ejecutivos, han tenido que ver con movimientos de mercado más que con su propia performance en los fundamentos de las firmas para las que fueron contratados.

ii) Acciones Restringidas: Recientemente, frente al argumento que las opciones habrían creado incentivos perversos para los ejecutivos y a la presión de vincular más el pago a la performance, muchas empresas han reducido el empleo de opciones a través del empleo

²⁵⁰ BAUMAN, Jeffrey. Op. Cit. P. 822.

²⁵¹ Idem. P. 823.

de acciones restringidas (denominadas “*time-vested restricted stocks*”). A través de ellas los ejecutivos o sus tenedores se obligan a retener en su poder las opciones durante cierto tiempo (largo plazo), cuya cuantía, además depende del salario base pagado al ejecutivo. El tiempo durante el cual los ejecutivos no pueden ejercer la opción o deben retener la acción, se halla directamente vinculado al tiempo en el cual se considera que el ejecutivo debe construir el mayor valor de la empresa. A fin de prevenir que el ejecutivo venda la acción antes de dejar la empresa, éste queda obligado a no venderla hasta que haya pasado un tiempo razonable luego de su partida.

2.2.2.2 Proceso de Determinación de la *Compensación Ejecutiva*

Las empresas listadas fijan la *CE* normalmente a través de los comités de compensación de los directorios. Bauman señala que, no obstante, el NYSE y el NASDAQ requieren que estos comités se hallen exclusivamente conformados por tres o más miembros independientes, cuya regulación es menos exigente que los comités de auditoría requeridos por la SOX²⁵². Muchos comités de compensación toman los servicios de consultores externos que proveen también otros servicios. El sistema intenta asegurar que las decisiones relativas a la *CE*, se realicen buscando el mejor interés de la empresa de una manera tal que su conformación se logre de manera limpia y de cara en el mercado. Lo que se busca es proveer los incentivos necesarios para que los ejecutivos maximicen el valor de los beneficios de la empresa, sobre la base del reconocimiento del costo de agencia, pero también el valor corporativo.

²⁵² Idem. P. 824

El sistema en general se ha hallado bajo considerable cuestionamiento según Bauman, sobre todo en lo relativo al comportamiento del directorio en estos casos, considerando que directores suelen tener diversas razones económicas y psicológicas para aprobar estos paquetes que benefician a sus más altos ejecutivos: pueden haber sido escogidos o aprobados por el CEO y disfrutan ser directores o pueden haber vínculos de colegiatura, el deseo de no tener conflictos al interior del directorio, amistad y lealtad, así como la existencia de otros factores que hacen presumir la falta de independencia en la toma de estas decisiones. Estos problemas pueden verse incrementados cuando los consultores externos que toman los comités de compensación, brindan otros servicios a la empresa. Estados Unidos ha intentado remediar estos problemas con la Ley de Justicia de Instituciones Corporativas y Financieras²⁵³ (“*The Corporate and Financial Institution Fairness Act o Fairness Act*”) del 2009, mediante la cual se establece criterios más altos de independencia que aquellos de las bolsas de valores. La ley establece que el comité de compensación - y no el directorio - tenga la autoridad exclusiva para contratar al consultor externo. A su vez, los consultores externos deben acreditar la mayor independencia posible respecto de la empresa a la cual brindan sus servicios de consultoría sobre *CE*.

2.2.2.3 El Rol de los Accionistas

La intervención de los accionistas en la *CE* es una práctica denominada “*Say on Pay*” y consiste en el voto de opinión no vinculante que los accionistas emiten respecto de los paquetes ejecutivos en la junta anual de accionistas. Fundada en la experiencia del Reino Unido desde el 2003, ésta se puede implementar a través de propuestas a los accionistas,

²⁵³ Traducción aproximada realizada por nosotros.

iniciativas de la gerencia y, más importante aún, de normas legislativas. La teoría detrás del “*Say on Pay*” consiste en que dando a los accionistas un referéndum periódico sobre la *CE*, disminuye la posibilidad de la existencia de paquetes de pago extraordinariamente generosas dirigidas a los ejecutivos senior al mismo tiempo que fortalece la relación entre la compensación pagada a los ejecutivos y su performance. Bauman señala que aun cuando el voto es no vinculante, un voto negativo encarnaría un voto de no confianza en el directorio de la empresa, y de manera particular en el comité de compensación, que ya se halla bajo un alto escrutinio y crítica²⁵⁴.

Las formas en que se implementa esta política son variadas. La gran mayoría aparecen descritas en los poderes requeridos a los accionistas. Algunos se insertan en las propuestas sobre la filosofía, políticas y prácticas de los paquetes de *CE* de la empresa o alguna combinación similar. Un ejemplo de esta práctica ha sido adoptada por Microsoft, quien en el año 2009, anunció con gran fanfarria su implementación voluntaria.

2.2.2.4 Emprendimientos Legislativos

En los Estados Unidos la regulación de estos paquetes bajo la visión “*Say on Pay*” se encuentran en las normas especiales emitidas por el SEC, la normas del TARP y la Ley de Equidad, deducción tributaria y la ley SOX. Veamos el tratamiento en ese orden.

i) El SEC: Revelación de la Información Relevante (*Disclosure*)

El SEC establece como norma fundamental en la regulación de la *CE* la revelación de la información relevante (hechos de importancia, en nuestro medio), a través del empleo de tablas numéricas que permitan la comparación de paquetes de pago entre compañías. La

²⁵⁴ Idem. Pg.828.

regulación requiere la revelación del paquete de pago del CEO, el CFO y de los tres ejecutivos mejor pagados en el período fiscal y los años precedentes e incluye el salario, bonos, acciones, planes de incentivos, opciones, incrementos de pensiones, plan de retiro post-laboral y terminación laboral y otros beneficios (denominados “*perqs*” o “*perquisites*”²⁵⁵) que deben ser revelados en notas detalladas y en formatos especiales.

ii) El TARP y la Ley de Equidad

El TARP o *Troubled Assets Recovery Program*, fue dictada dentro de la Ley de Estímulo Económico promulgada en 2008 por el presidente Obama a raíz de la crisis financiera, que establece el programa de recuperación de activos en problemas y que busca la aprobación de los accionistas sobre los programas de compensación ejecutiva. Aun cuando esta norma es limitada a empresas que recibieron ayuda financiera, ha permitido establecer un liderazgo en la aplicación del concepto “*Say on Pay*”. El TARP restringe ciertos tipos de compensación y montos a ser pagados a los ejecutivos de las empresas dentro del ámbito de su regulación, incluyendo bonos, retenciones, premios y opciones de largo plazo.

La Ley de Equidad o “*Fairness Act*”, igualmente, ha introducido la votación obligatoria de los accionistas sobre el paquete de *CE* en las empresas listadas en bolsa.

iii) Deducción de la Compensación Ejecutiva

En 1993 el Congreso de los Estados Unidos estableció límites a la deducción de la *CE* a los CEOs y a los cuatro ejecutivos mejor pagados de la empresa que en cualquier caso excediera el \$1 millón por año. Como excepción a esta regla se permite deducciones mayores cuando el pago se halla vinculado a la performance que haya sido establecida por un comité compuesto únicamente por directores externos, que haya sido aprobado por los accionistas

²⁵⁵ Plan de beneficios, privilegios y/o utilidades adicionales al salario regular.

debidamente informados de los términos importantes del mismo y que haya sido certificado por el comité de compensaciones.

iv) La Ley SOX

Esta ley dictó tres medidas importantes relacionadas con el campo de la *CE*: prohibió los préstamos a los altos ejecutivos de las empresas listadas en bolsa, salvo aquellas que se otorguen en el curso normal de sus negocios, autorizó al SEC para entablar acciones judiciales para la recuperación de pagos extraordinarios realizados a ejecutivos que se encuentren bajo investigación y el reembolso de incentivos realizados a los CEO y CFO que hubieren realizado declaraciones incorrectas sobre la información financiera de la empresa.

2.2.2.5 Precedentes Judiciales

i) Estándar de Despilfarro (“*Waste Standard*”)

Apunta Bauman, que, bajo las normas corporativas estatales, las controversias relativas a la *CE* de los empleados y ejecutivos se resuelven bajo el Criterio de la Razón de Negocios. Aun cuando el Deber de Lealtad se halla involucrado - cuando los directores fijan el salario del CEO quien también es parte del directorio -, las cortes no emplean el Criterio de Equidad, sino el estándar de despilfarro o “*waste standard*” (cuando es exorbitante) o de cuidado (cuando su proceso de aprobación es altamente incorrecto).

1.- Estándar de Despilfarro Clásico

Este estándar fue cristalizado en el caso *American Tobacco Co.*. En 1912, los accionistas de *American Tobacco* aprobaron en su estatuto el pago de bonos anuales a sus ejecutivos en montos iguales a un porcentaje de las ganancias netas que excedieran una valla. El incremento impresionante de las ganancias de *American Tobacco* en los años posteriores llevó al incremento exorbitante de dichos bonos. En 1933, Rogers, accionista de la empresa,

entabló una demanda para recuperar el pago excesivo realizado al presidente y cinco directores de la compañía (*Rogers v. Hill*, 289 US 582, 53 S. Ct. 731, 77 L.Ed.1385 (1933))²⁵⁶. La Corte Suprema señaló que aun cuando le parecía que los pagos eran exorbitantes. El incremento de los pagos como consecuencia del incremento de las ganancias de la empresa no podían ser causa de despilfarro y, en esa medida, lo que había sido aprobado por la gran mayoría de accionistas, no podía ser deshecho por las cortes. El Canciller Allen complementó este concepto, señalando que, en la ausencia de alegaciones de fraude o conflicto de interés, las cortes deben extraerse de pronunciarse sobre contratos sociales (*Steiner v. Meyerson*, 1995, WL 441999 (Del. Ch. 1985))²⁵⁷.

2.- Estándar Evolutivo de Delaware

Complementariamente al estándar de despilfarro, la corte de Delaware viene empleando otros “tests” a fin de evaluar la compensación ejecutiva. Al test del despilfarro ha contemplado, por ejemplo, el de la proporcionalidad. Por este test, la CE no podrá ser cuestionada si existe una proporcionalidad o vinculación entre el ingreso pagado a los directores y ejecutivos y el valor obtenido por la empresa, y siempre y cuando el monto y el instrumento de pago hayan sido previamente aprobados y ratificados por los accionistas con la suficiente revelación de la información relevante. Se toma en cuenta si en el proceso han intervenido agentes independientes, directores independientes y accionistas independientes que tomaron la decisión con racionalidad de mercado (*Lewis v. Volgestein* 699 A.2d 327 (Del. Ch 1997))²⁵⁸. La corte ha señalado, además, que no debe confundirse el incumplimiento de buenas prácticas corporativas con el incumplimiento de DFs, aunque es importante que las

²⁵⁶ Idem. Pg. 833.

²⁵⁷ Idem. P. 835.

²⁵⁸ Idem. P. 836.

empresas desarrollen buenas prácticas corporativas y un *BGC* en general. Ha dicho también, en *Disney*, 907 A. 2d.693 (Del. 2005))²⁵⁹, que no puede haber despilfarro cuando la compensación pagada a un alto ejecutivo, es similar a otras pagadas a otros ejecutivos de la misma empresa, aun cuando dicho ejecutivo no haya tenido una buena performance en sus funciones, dado que ello es propio del riesgo del negocio. Si un paquete de compensación ha seguido el procedimiento de ley y ha sido debidamente informado a los accionistas, aun cuando pueda ser exorbitante y no concuerde con las buenas prácticas de *GC*, en ausencia de fraude, de mala fe y negligencia grave, ello no constituye el incumplimiento del Deber de Cuidar, distinguiendo así, el concepto de *GC* de *DFs*. Ha de tomarse en cuenta, también, que en diversos casos, la corte ha afirmado la obligación de los directores, gerentes y/o funcionarios de cumplir con sus *DFs* de lealtad, buena fe, independencia, candor y de negocios, entre otros, al momento de implementar y ejecutar paquetes de incentivos y compensación ejecutiva, los cuales deben ser ejecutados en toda su extensión y no sólo a medias tintas (*in Re Tyson Foods, INC., Consolidated Shareholder Litigation* 2007 WL 2351071 (Del. 2007))²⁶⁰.

2.2.3 El Veto del Directorio en las Adquisiciones Hostiles

Otro de los casos singularmente importante de la relación *GC-DFs*, es el rol que debe jugar el directorio en las ofertas públicas de adquisición no solicitadas o adquisiciones hostiles que pretenden un cambio de control del accionariado (conocidas como “*takeovers*” o “*hostile takeovers*”) en la empresa atacada. Como señalan Margaret M. Blair y Lynn A. Stout, las adquisiciones hostiles son quizás el ejemplo más interesante de la tolerancia de la

²⁵⁹ Idem. Ps. 845-847.

²⁶⁰ Idem. P. 857.

ley respecto de las acciones con motivos mixtos de los directores: “*A board’s decision to resist a hostile offer often can protect the expectations of the firm’s employees, creditors, managers and other team members who have made firm-specific investments, specially when the bidder appears poised to alter the structure of the firm by downsizing, recapitalizing, or simply replacing existing management...*”²⁶¹. Dado que las adquisiciones hostiles - y en general las fusiones y adquisiciones - de este tipo, amenazan las posiciones de los directores en el directorio - y sus egos - , esta situación presenta un potencial conflicto no solo entre el directorio y los accionistas, sino entre el directorio y otros *stakeholders*²⁶². De ahí, la importancia de definir quién debe tener el derecho de decidir la venta de la empresa y el rol que debe jugar el directorio en este tipo de casos.

El debate doctrinario se ha concentrado en colocar el derecho de decisión sobre el cambio de control entre los directores o los accionistas. En 1985, en medio de la ola de adquisiciones hostiles y la restructuración corporativa sin paralelo en los Estados Unidos, la Corte Suprema de Delaware decidió este debate a favor del directorio, esto es de la visión empresarial, a través de la resolución de cuatro casos líderes que desde entonces gobiernan el marco legal de este tipo de situaciones:

- 1) *Van Gorkom*: Delaware rechaza la teoría del mercado eficiente y no solo permite, sino que requiere, que los directores tomen la decisión de venta de la empresa basados en una revisión informada de su valor sustancial y no de su valor de mercado.
- 2) *Unocal*: Delaware acepta la pertinencia del empleo de tácticas defensivas anti adquisiciones no solicitadas (“*takeover defenses*”) y la discrecionalidad del directorio para desactivar dichas defensas, aunque dicha discrecionalidad podía ser materia de revisión por

²⁶¹ BLAIR, Margaret M. y STOUT, Lynn A..Op. cit. P. 62.

²⁶² Ibidem.

la Corte bajo la Regla del Criterio de Negocios Reforzada (“*enhanced scrutiny*”) en vez del Criterio de Negocios simple (“*business judgement*”), quedando facultada a anular la decisión del directorio en caso que ésta no sea razonable frente a la amenaza impuesta por la adquisición hostil. A este control judicial del balance de las respuestas del directorio en el contexto de una oferta hostil se le denomina el “*test de la proporcionalidad*”.

3) *Revlon*: Delaware requiere a los directores maximizar el valor de corto plazo de las empresas una vez que hayan decidido venderla en efectivo.

4) *Household*, Delaware permite a los directorios adoptar medidas defensivas como la *Píldora Venenosa*²⁶³ a fin de evitar las ofertas hostiles. Nótese que la píldora previene la consumación de las adquisiciones hostiles, a menos que sea levantada por directorio de la empresa objetivo. No obstante, no prohíbe que los miembros del directorio que se oponen a levantar las píldoras puedan ser relevados y reemplazados por elecciones, que viene a ser el único modo a través del cual, un adquirente hostil pueda sobrepasar la decisión del directorio de bloquear una oferta hostil.

Delaware prefiere así, bajo una visión más comunitaria de la empresa, el activismo del directorio en el caso de las adquisiciones hostiles, el cual puede emplear medidas defensivas, pero que deben ser juzgadas bajo el derecho común, con una investigación severa de los hechos del caso, caso por caso, y en los que los éstos llevan la carga de la prueba, debiendo demostrar no solo su buena fe, sino también la racionalidad de su respuesta

²⁶³ “*Píldora Venenosa*” o “*Poison Pill*” es el nombre coloquial de diversas medidas de defensa estatutarias dispuestas por el directorio de las empresas objetivo en el evento de adquisiciones no solicitadas (antes o después), que permiten a éste la emisión de valores que tienen el efecto de incrementar el tiempo de respuesta de éste en dicho evento, permitiendo al directorio tener el control del proceso de respuesta a la oferta hostil. Este tipo de defensa se basa en el memorándum escrito por Martin Lipton en 1982, denominado “*Warrant Dividend Plan*”.

(“*enhanced scrutiny rule*”). El empleo de estas medidas defensivas no impide que el directorio que se opone al cambio de control, pueda ser cambiado a través de elecciones.

2.2.3.1 El debate Gilson-Bebchuck-Lipton

El debate en torno al tema planteado puede ser resumido al debate existente entre los profesores Ronald Gilson de la Universidad de Stanford, Lucían Arye Bebchuck de la Universidad de Harvard y el creador de la *Píldora Venenosa*, Martin Lipton, abogado y profesor de la Universidad de Nueva York.

(i) La posición de Gilson

Gilson sostiene que, en el evento de una adquisición hostil o no solicitada, el poder de decisión de cambio de control de la empresa debe recaer directamente en los accionistas y no en el directorio.

Según Gilson, los cambios de control al interior de las empresas deben ser decididos por el mercado de control corporativo que sirve para desplazar a las gerencias ineficientes y no por un mecanismo impuesto por las cortes. La eficiencia del mercado por el control corporativo requiere, bajo esta visión, que la decisión última del éxito de la oferta recaiga en los accionistas. La opción de Delaware concentra, así, mucho poder en el directorio, el cual, puede simplemente “*decir no*” o bloquear la venta, usando cualquier diseño de píldora venenosa sin necesidad de tener la aprobación de los accionistas. Si bien el directorio puede ser reemplazado a través de elecciones basadas en una contienda electoral previa (“*proxy fight*” o lucha por conseguir la delegación de poderes), ello fue, según Gilson, una opción válida para el período de restructuración corporativa de los ochenta, que constituyó en proceso largo y costoso para el mercado, que no tiene sentido después del período aludido.

La *Píldora Venenosa*, permite a la empresa objetivo forzar al potencial comprador a que deba concentrarse en tener éxito en la contienda electoral para remover al directorio opuesto, en vez de concentrarse en el éxito de su propia oferta.²⁶⁴

Gilson se declara, además, opuesto al control judicial sobre el control corporativo: “*Tanto quienes se hallan a favor del directorio como aquellos que se hallan a favor de los accionistas, convienen en la premisa común que las cortes no deben determinar el resultado de las más importantes transacciones corporativas de la historia...*”²⁶⁵. Ello presenta tres problemas: la transparencia en el establecimiento de la regla, los mercados son mucho más eficientes que las elecciones para determinar el cambio de control y la transferencia de la energía de defensa a los procesos electorales. Sobre el primer cuestionamiento, el profesor Gilson manifiesta que la Corte Suprema de Delaware no explicó de manera racional y transparente la racionalidad de su opción dentro de una diversidad de opciones que justifique la medida en el presente y que sirviera de guía para el futuro, lo cual crea ambigüedad y dificultad a los actores del mercado. En segundo lugar, señala que las elecciones para remover el directorio son al menos tautológicamente equivalentes a la toma de una decisión informada de venta por los accionistas, aunque en la práctica, las elecciones son peores, pues, pueden ser sujeto de manipulaciones y atraso. Finalmente, la opción de las elecciones sobre el mercado para responder a una oferta hostil, genera, según Gilson, la degradación del proceso electoral mismo, en la medida que los directores pueden manipular y retrasar la elección que podría dar paso a la posibilidad de ser removidos.

²⁶⁴GILSON, Ronaald J...Originalmente publicado en 26 Delaware Journal of Corporate Law 491 (2001). Reimpreso con permiso. En JOO, Thomas W..*Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004.Op.cit.. P. 374.

²⁶⁵ Ibidem.

Gilson sostiene en este escenario, que la solución a los inconvenientes planteados por el proceso eleccionario, es que los accionistas sean quienes deban tomar la decisión última sobre una oferta realizada a ellos si esto es decidido en el cuerpo estatutario de las empresas. Delaware no debería destruir el carácter facilitador del derecho corporativo que siempre ha tenido, ordenando el proceso eleccionario. Sostiene, además, que el directorio no puede tener tanta concentración de poder sobre bienes que no les pertenecen. Los directores no pueden ser considerados como guardianes platónicos de los activos corporativos, más aún si hoy en día crece cada vez más la intervención de grandes inversionistas institucionales, como los fondos mutuos, fondos de pensión y, en general, inversionistas sofisticados como accionistas de las empresas que cotizan en bolsa que manejan suficiente información como para poder tomar una decisión informada respecto del cambio de control de las empresas.

(ii) La posición de Bebchuk

El profesor Bebchuk sostiene en una línea similar a Gilson, que no existen razones válidas para que Delaware haya optado por la contienda electoral como mecanismo de decisión sobre el cambio de control, posición que denomina como “*el caso contra el veto del directorio*”. A diferencia de Gilson, propone que la píldora podría existir pero que en el mejor de los casos no debería superar el período necesario para que el directorio pueda explorar y preparar alternativas frente a la presión de una oferta hostil por el cambio de control. La ausencia del veto del directorio permitiría que el directorio pueda emplear la píldora fuera del tiempo necesario para explorar alternativas, frustrar o distraer el resultado de la votación e impedir un cambio de control que se ha ganado la confianza de los accionistas.

Bebchuck rechaza la tesis del veto del directorio desde varias perspectivas. Veamos lo que sostiene²⁶⁶.

A. Desde una perspectiva normativa

Bebchuck sostiene que normalmente se han empleado cuatro argumentos para defender el veto del directorio:

1) Perspectiva de los accionistas de la empresa objetivo

Desde esta perspectiva, quienes se hallan a favor del veto del directorio, sostienen que el veto es favorable a los accionistas.

2) Perspectiva de los accionistas de largo plazo

Desde esta perspectiva, quienes se hallan a favor del veto del directorio distinguen entre accionistas de corto plazo, quienes planean no tener acciones por largo plazo y que consecuentemente se hallan enfocados en retornos de corto plazo, y accionistas de largo plazo, quienes planean tener acciones en el largo plazo y se hallan enfocados en retornos de largo plazo, existiendo, por tanto, algunas diferencias entre sus intereses. Según esta perspectiva, señala Bebchuk, los directorios deberían dar más peso a los accionistas de largo plazo.

3) Perspectiva del beneficio total de los accionistas

Esta perspectiva combina el valor agregado de los accionistas de las empresas objetivo y de las adquirentes. Esta teoría sostiene que muchos de los accionistas de las empresas objetivo tienen inversiones diversificados en otras empresas y, por tanto, prefieren

²⁶⁶ BEBCHUCK, Lucyan Arye. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. Originalmente publicado en 69 University of Chicago Law Review 973 (2002), reimpresso con autorización. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Op. Cit. Ps.380-399.

la existencia de ganancias para el total de los accionistas que para los accionistas de la empresa objetivo, siendo preferible entonces el incremento del valor del sector empresarial.

4) Perspectiva de los Constituyentes Corporativos

Según esta perspectiva quienes se hallan a favor del veto del directorio sostienen que éste beneficia a otros constituyentes corporativos como los empleados, los proveedores, las comunidades, etc..

Tomando en consideración y analizando estas perspectivas, Bebchuck sostiene lo siguiente (resumidamente):

1.- Costos de Agencia Ex post

Bebchuck señala que el contexto de una oferta hostil de adquisición es uno en el cual los intereses de los accionistas y los directores difieren. Al momento en que se hace la oferta, los costos de agencia se potencian. Los directores pueden bloquear una adquisición beneficiosa solamente por mantener su autonomía. Además, pueden emplear su poder para obtener beneficios personales en vez de extraer una mayor prima para sus accionistas²⁶⁷. A estas divergencias las denomina costos de agencia ex post, dado que ocurren luego que la oferta es realizada.

2.- Costos de Agencia Ex ante

Bebchuck también manifiesta que la existencia del veto del directorio genera costos ex ante a la oferta en el contexto de una adquisición hostil, por cuanto permite al directorio adoptar una posición segura en el mercado al eliminar la amenaza que genera una potencial oferta aun cuando su performance sea pobre. Bastaría con que los directores bloqueen la

²⁶⁷ Idem. Pgs. 383-384.

oferta empleando su capacidad de veto, debilitando la eficiencia empresarial y generando beneficios a los directores, pero no a los accionistas.

3.- Analogía con otras decisiones corporativas

Bebchuck rechaza igualmente el argumento de que la decisión de venta en el contexto de una oferta hostil sea similar a otras decisiones corporativas que normalmente son tomadas por los directores. Existen en realidad grandes diferencias. Para empezar, dado que el control de la empresa es lo que se halla en juego, el interés de los directores puede estar dominado por el interés personal y el propio. Asimismo, en el contexto de una oferta hostil, los accionistas pueden tomar una decisión de venta bien informada a diferencia de lo que puede ocurrir en otras decisiones de inversión más ordinarias.

4.- Ineficiencia del mercado de capitales

Bebchuck sostiene que la probable ineficiencia de la información existente en el mercado de capitales - que puede crear una diferencia entre el valor de mercado y el valor fundamental de las acciones - no coincide necesariamente con que la decisión de aceptar a una oferta hostil deba ser entregada al directorio. Según Bebchuck, los accionistas pueden rechazar una prima que aun cuando se halle muy por encima del mercado, suponen que no representa el valor sustancial de las acciones²⁶⁸. Aceptando que las empresas puedan tener un valor independiente, es decir, un valor distinto si se mantiene como independiente en el largo plazo y otro relativo a la posibilidad de que puedan recibir mayores ofertas en el futuro, y de que los directores puedan tener un superior rango de información que los propios accionistas, estos directores no tienen, sin embargo, los mejores incentivos para tomar este

²⁶⁸ Idem. P.387.

tipo de decisiones buscando el mayor beneficio para los accionistas, pues ellos pueden preferir su independencia y, en esta medida bloquear la existencia de una oferta adecuada.

5.- La perspectiva de los *Stakeholders*

Bebchuck rechaza también el argumento a favor del veto que sostiene que los directores pueden asumir mejor la protección de los intereses de los demás constituyentes corporativos (*stakeholders*) en el evento de una adquisición hostil. Señala que es errado creer que los directores tienen la capacidad de muchas veces preferir el interés de los *stakeholders* por encima del de los accionistas. Por el contrario, sostiene que, en la mayoría de los casos, el interés de los directores se encuentra más alineado con el de los accionistas, además de que no existen razones para pensar que los directores podrían deponer sus propios intereses a aquellos de los *stakeholders*.

(iii) La posición de Lipton

Lipton, creador de la “Píldora Venenosa”, sostiene que la píldora previene la consumación de una adquisición hostil a menos que y hasta que el directorio la levante. La píldora no restringe la convocatoria a una competencia electoral para reemplazar el directorio que rechaza su levantamiento. La competencia electoral se convierte de esta manera, en la única vía para superar el bloqueo bien formulado por el directorio para evitar una oferta hostil. Lipton rebate la tesis de Bebchuck, rechazando la idea de que las empresas listadas por carecer del veto del directorio tengan en todo momento un letrero colgado “*en venta*” con los costos significativos que ello importa y sin que haya, además, evidencia de que la existencia de la píldora cause mayores daños que su inexistencia ²⁶⁹. En esta medida,

²⁶⁹ LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professor Redux. Originalmente publicado en 69 University of Chicago Law Review 1037 (2002). Reimpreso con permiso. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Op.cit.Ps.399-409.

cuestiona la “*Regla de la Pasividad*” del directorio que pretende ser propuesta por el grupo de académicos encabezados por Gilson y Bebchuck y que relega a los directores a ser meros observadores proscribiéndoles labores más allá de brindar asesoría a los accionistas. Según Lipton, la decisión de venta debe recaer en el directorio, decisión que debe ser tomada de adecuadamente informada: “*I have thought to preserve the ability of the board of directors of a target of a hostile takeover bid to control the target’s destiny and, on a properly informed basis, to conclude that the corporation remain independent*”²⁷⁰.

Lipton sostiene que las empresas deben ser gobernadas por los directores bajo la Regla del Criterio de Negocios y que en el ejercicio de este gobierno debe tomarse en cuenta el interés de los trabajadores, comunidades y otros constituyentes, así como también el interés de largo plazo de los accionistas. El debate entre este argumento y la Regla de la Pasividad propuesta por los académicos, fue solucionado por las cortes quienes prefirieron el Criterio de la Razón de Negocios.

Sostiene, además, que las fuerzas en pro de las adquisiciones hostiles adhirieron a la teoría de los mercados eficientes equiparando el valor de mercado con el valor sustancial de las acciones, tratando de proscribir el empleo de medidas defensivas con el argumento de que ello es lo que más le conviene a los accionistas, lo cual constituye una premisa errada, pues la decisión de aceptar o no enfrenta el clásico “*dilema del prisionero*” que genera una estampida de los accionistas a aceptar la oferta. El cartel permanente de “*en venta*” de las acciones de las empresas, puede afectar el valor de largo plazo de las acciones y del total de accionistas del sector, por lo que en la venta de las acciones debe preferirse el valor de largo plazo de las acciones. Debe tenerse presente, adicionalmente, que muchas de las ofertas

²⁷⁰ Idem. P.400.

hostiles constituyen ofertas oportunistas para comprar barato, lo cual puede constituir un problema para la economía²⁷¹.

Consideramos que la opinión y actuación del directorio es crítico en los eventos de una adquisición hostil, dado que la dirección y control de la empresa, normalmente se halla bajo la conducción del directorio, mientras que los accionistas se hallan lejanos a dicha conducción, más aún en contextos de accionariado disperso o situaciones similares²⁷². Coincidimos por ello, con la posición de Lipton, siempre que existan mecanismos que permitan variar a los miembros del directorio que no actúen alineadamente con el interés empresarial o contrariamente a éste.

2.2.4 Deberes Fiduciarios de los Accionistas Controladores con los Minoritarios

Coincidimos con *Bauman* cuando señala que ningún análisis serio de *DFs* y, particularmente, del Deber de Lealtad, se hallaría completo sin revisar la posición de los accionistas que tienen el control de la empresa. Según el tratadista, podría parecer hasta curioso que el bloque de control tenga *DFs* con los accionistas minoritarios, dado que muchos precedentes relativos al voto mayoritario, por la “*Regla de la Mayoría*”, podrían hacer presumir que éstos tendrían el derecho de votar y dirigir sin que exista ninguna obligación fiduciaria con los accionistas minoritarios. Por ello y, en contrapartida, las cortes norteamericanas han impuesto *DFs* a los accionistas controladores, con ciertas particularidades²⁷³, sobre todo en casos en los cuales éstos se enganchan en transacciones con empresas controladas. Esta contrapartida resulta ser de importancia vital para el *GC* de

²⁷¹ Idem. P.401.

²⁷² Por ejemplo, en el caso de las empresas estatales, en las cuales, el interés político puede ser contrario a la buena marcha empresarial.

²⁷³ Bauman, Jeffrey D. Op.cit. P.862.

las empresas, dado que gran parte de la inversión corporativo se canaliza a través del inversionista pasivo, que suele ser o un inversionista puro que solo busca un adecuado retorno de su inversión o un pequeño inversionista que invierte buscando un ahorro proveniente del retorno de su inversión, cuyas inversiones deben ser protegidas por el marco legal contra el abuso de los mayoritarios controladores. Una inadecuada protección de los derechos de los accionistas minoritarios, podría generar el incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas minoritarios y de la capitalización de las empresas. Veamos cómo imponen las cortes *DFs* a los accionistas controladores.

2.2.4.1 Operaciones al interior de los grupos corporativos

Muchas de las adquisiciones de control en las empresas matrices se hallan comprometidas con el interés de realizar transacciones con las empresas controladas. Por ello, suele suceder que algunas transacciones al interior los grupos corporativos pueden buscar el beneficio exclusivo de los accionistas controladores de las matrices, que pueden terminar lesionando el interés de los accionistas minoritarios de las subsidiarias y sus constituyentes. A estas transacciones se les denomina *transacciones de autobeneficio* - o "*self-dealing transactions*" - que atentan contra el Deber de Lealtad, como hemos podido observar antes. Así tenemos, por ejemplo, que en *Sinclair Oil Corp. V. Levien*, 280 A2d 717 (Del 1971)²⁷⁴, la Corte Suprema de Delaware sostuvo que en los tratos "*matriz-subsidiaria*", la compañía matriz tiene *DFs* con su subsidiaria. Sostuvo, además, que cuando la situación envuelve una matriz y una subsidiaria, en la que la matriz se halla en control de la transacción y en el establecimiento de los términos y condiciones, se aplica el criterio de la Transacción

²⁷⁴ Idem. Ps. 864-868.

Justa (“*intrinsic fairness test*”). La situación básica a la que se aplica esta regla es aquella en la cual la matriz recibe beneficios con exclusión y a expensas de la subsidiaria. Este *test* solo se aplica en aquellas transacciones en las que exista auto beneficio de la transacción, en la que la matriz se halla en los dos lados de la transacción con la subsidiaria. El auto beneficio ocurre cuando la matriz, en virtud de su dominio sobre la subsidiaria, causa que ésta actúe de tal manera que la matriz reciba de la subsidiaria beneficios con exclusión y detrimento de los accionistas minoritarios de la subsidiaria y sus demás constituyentes²⁷⁵. La Corte sostuvo adicionalmente que, de no encontrarse evidencia de auto beneficio de la manera descrita, corresponde a la Corte aplicar la regla del Criterio de Negocios. De no existir fraude o negligencia grave en la actuación de la matriz, la Corte debe inhibirse de interferir en los negocios de las empresas. En el caso, ésta encontró que dado que *Sinclair Oil Corporation*, empresa matriz de *Siven* (Sinclair Venezuela), no había actuado en su propio beneficio, no era de aplicación la regla de la Transacción Justa, por lo que correspondía aplicar la regla del Criterio de Negocios. Aplicada ésta, la Corte encontró que en el caso no existía evidencia de fraude ni manipulación, por lo que revirtiendo el fallo de primera instancia, desestimó la demanda, señalando que de conformidad con el Criterio de Negocios, se hallaba impedida de intervenir en los negocios de la empresa.

2.2.4.2 Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios

La exclusión forzosa de accionistas es el derecho de los mayoritarios de eliminar a los accionistas minoritarios de las empresas cuyo control adquieren. Estas operaciones son conocidas como “*cash-out*” o “*squeeze-out transactions*”, que permite bajo la Regla de la

²⁷⁵ Idem. P. 865.

Mayoría, que el accionista dominante estructure una operación que fuerce a la minoría a aceptar efectivo por sus acciones, los cuales deben terminar recibiendo a cambio un precio justo por sus acciones. Este tipo de operaciones pueden implementarse a través de diferentes vías:

- 1) Exclusión por Fusión o “*Cash-out mergers*” que es la técnica más común, mediante la cual, la matriz emplea su control sobre el directorio de la subsidiaria a fin de estructurar una fusión entre la subsidiaria parcial y una empresa de total de propiedad de la matriz. En el proceso, los minoritarios reciben efectivo en la fusión o de existir una impugnación judicial, durante el proceso judicial a través de una valorización de sus acciones.
- 2) Oferta de Compra seguida de una fusión corta, mediante la cual, la empresa oferente (con derechos de control) realiza una oferta condicionada a la adquisición del 90% de las acciones. De ser exitosa, la oferente se fusiona con la adquirida con la sola aprobación del directorio de la matriz.
- 3) Venta a un comprador externo, mediante la cual, la matriz, en vez de adquirir el 100% de su subsidiaria, fusiona la subsidiaria con un comprador externo. En la fusión, la matriz y los accionistas minoritarios de la subsidiaria reciben efectivo por sus acciones.

En todos casos anotados, los accionistas minoritarios deben recibir un valor justo por sus acciones, sobre todo en aquellos en los cuales los accionistas mayoritarios de la matriz emplean su control y habilidad en el directorio de las subsidiarias para inducir una votación por la aprobación de la fusión dictando los términos -injustos- en los que los accionistas minoritarios de la subsidiaria serán pagados. El valor justo para los accionistas puede ser

establecido judicialmente, pudiendo, además, impugnar el objeto mismo de la operación cuando ésta tiene el sólo propósito de expropiar a los accionistas minoritarios. En *Weinberger v. UOPs Inc.*, 457 A 2d 701 (Del 1983)²⁷⁶, la Corte aclaró varios aspectos importantes relativos a las exclusiones de accionistas minoritarios, incluyendo el estándar de revisión judicial (trato justo), la relevancia que la decisión de exclusión sea aprobada por directores desinteresados y accionistas minoritarios (con inversión de la carga de la prueba) y que los métodos de valoración se realicen de acuerdo a métodos de valoración aceptados. Bauman comenta que *Weinberger* se hace relevante considerando que previamente en 1977, la Corte Suprema de Delaware, ya había sostenido que las fusiones, con el sólo propósito de excluir a los minoritarios se consideraba como un abuso del proceso corporativo, por lo que debe existir un propósito de negocios para eliminarlos.

.2.2.4.3 Opresión

La opresión de los accionistas mayoritarios a los minoritarios se configura generalmente cuando los mayoritarios terminan dolosamente congelando los beneficios o la participación de los minoritarios en la empresa. Esto es caso común en las empresas no listadas, pero igualmente se da en las listadas y se le conoce como la Doctrina de la Opresión. Veamos a continuación los remedios que podemos encontrar en la legislación comparada.

2.2.4.3.1 Igualdad de Trato

La regla observada por Delaware a fin de contrarrestar la opresión, es que la Regla de la Mayoría debe ejercerse con Igualdad de Trato de la minoría, regla que se desprende del

²⁷⁶ Idem. Ps. 872-884.

Deber de Lealtad que la mayoría tiene respecto de la minoría. En *Donahue*, la Corte sostuvo que en las empresas que no cotizan en bolsa, los accionistas tienen entre sí *DFs*, concluyendo que las acciones relativas a las operaciones de la empresa y los efectos concernientes, deben ser realizadas considerando los derechos e inversiones de todos los accionistas, que deben realizarse con estricta buena fe: "...*They may not act out of avarice, expediency or self-interested in derogation of their duty of loyalty to the stockholders and the to the corporation...*"²⁷⁷. A fin de probar que la mayoría no oprimió a la minoría, la mayoría deberá acreditar que existió un propósito de negocios legítimo para tomar la decisión de privar de beneficios a los minoritas, por ejemplo, al momento de declarar y retener los dividendos, de decidir por alguna fusión o consolidación, en el establecimiento de funcionarios corporativos, al despedir directores y empleados de la empresa, o que, si estando estas decisiones dentro del rango de maniobra que debe tener la mayoría para el desarrollo de las actividades de la empresa, no existió ninguna otra alternativa para tomar decisiones que terminaron perjudicando a los accionistas minoritarios; aunque en este último caso, la carga de la prueba se hallará en manos de los minoritarios²⁷⁸.

2.2.4.3.2 El Salario como Retorno de la Inversión

La Doctrina de la Opresión protege las expectativas laborales y los beneficios de los accionistas minoritarios cuando la inversión ha tenido ese fin (conocido como el Modelo de Opresión de la Inversión propuesta por el Profesor Moll)²⁷⁹. Algunas cortes como las de Massachusetts y New Jersey han asumido esta posición.

²⁷⁷ Idem. P. 384.

²⁷⁸ Idem. P. 385

²⁷⁹ Idem. P. 402.

En *Wilkes v. Sprinside Nursing Home, Inc.*, 370 Mass. 842, 353 N.E 2d 657(1976)²⁸⁰ la Corte de Massachusetts reconoció que la opresión puede ser realizada a través de la privación a los accionistas minoritarios de empleo o como ejecutivos de la empresa. Según el fallo, esta técnica de congelamiento (*“freeze-outs”* o *“squeeze-outs”*) ha sido especialmente exitosa dado que algunas cortes de los Estados Unidos se han sentido desincentivadas de interferir en las decisiones corporativas sujetas al principio de control de la mayoría.

La negación de empleo a la minoría en las manos de la mayoría puede, sin embargo, ser especialmente perniciosa en algunos casos cuando la razón básica por la cual un inversionista minoritario ha invertido capital en la empresa ha sido garantizarse un puesto de trabajo, más aun si se considera que típicamente algunos accionistas minoritarios dependen del salario proveniente de la empresa como retorno de su capital, dado que los ingresos de las empresas no listadas suelen ser distribuidos en su mayor parte en salarios, bonos y beneficios de retiro.

Otros perjuicios derivados de la opresión suelen derivarse igualmente de la privación de los accionistas minoritarios de participar en la gerencia de la empresa, siendo relegados de los beneficios de dicha participación que debería provenir de su estatus como accionista: *“In sum, by terminating a minority stockholder’s employment or by severing him from his position as an officer or director, the majority effectively frustrate the minority stockholder’s purposes in entering the corporate venture and also deny him an equal return on investment”*²⁸¹.

²⁸⁰ Idem. Ps. 381-389.

²⁸¹ Idem. P.385.

2.2.4.3.3 Soluciones Contractuales

Algunas cortes como la de Delaware, prefieren una solución contractual al problema de opresión. Easterbrook y Fishel, sostienen en este sentido que habiéndose escogido la forma corporativa, los participantes de una empresa no listada, se hallan vinculados por los términos del “contrato corporativo”²⁸². Según el profesor O’Kelley, la aproximación de Delaware reflejaría una preocupación por la eficiencia, dado que las soluciones judiciales ex-post crean desincentivos para las partes mismas identifiquen mediante contratos las soluciones que ellos prefieran. De esta manera, las cortes deben crear el desincentivo solo si creen que son capaces de dar una solución ex-post mejor que aquella que las partes no hubieran convenido ex-ante²⁸³. Bauman señala que esta posibilidad contractual, lleva al Profesor David Chany a plantear que las cortes deben presumir que en su relación contractual, las partes tienen la intención de pactar una protección considerable de *DFs* a favor de los minoritarios. Chany señala que en el contrato corporativo no solo se debe entender los términos expresos de su conclusión sino las discusiones informales, las prácticas pasadas y las expectativas racionales de las partes, en un escenario en el cual, es de esperarse que los minoritarios sean la parte débil de la negociación²⁸⁴.

2.2.4.3.4 Disolución o Exclusión Forzosa

Otros códigos establecen soluciones normativas obligatorias para la opresión, mandando la disolución de la sociedad o la exclusión o compra forzosa de los minoritarios. En esta medida, la disolución se confiere a los minoritarios que logren acreditar 1) que los

²⁸² Idem. P.391.

²⁸³ Idem. Ps. 391-392.

²⁸⁴ Ibidem.

directores se hallan arraigados en sus puestos y dicho arraigo no puede ser roto por los accionistas, 2) los accionistas no han variado y no pueden elegir directores por dos años, 3) los activos corporativos están siendo desperdiciados, o 4) aquellos en control de la compañía vienen actuando de una manera ilegal, opresiva o fraudulenta. Bauman menciona que el Comentario Oficial de la MBCA sugiere que las cortes sean cautelosas al conferir los reclamos de opresión, limitándose a los casos de genuina opresión en vez sancionar casos de tácticas válidas de la mayoría para ejercer el control de las empresas²⁸⁵.

2.3 Conclusión

En la medida delo visto, los Deberes de Cuidar y de Lealtad que conforman los DFs, constituyen el cuerpo legal más importante de dirección y control de las empresas, que tienen como objetivo empoderar su GC en el entorno de la RSE, regulando la conducta corporativa aplicada a quienes manejan recursos empresariales. Si bien en general puede distinguirse del GC, los DFs encarnan la esencia de su sustrato ético-legal, dado que resumen y subsumen, las normas de conducta que deben observar los funcionarios corporativos, las empresas y las personas que son pasibles de su regulación.

²⁸⁵ Idem. P 395.

CAPÍTULO TERCERO

EL ROL DE LA REGULACIÓN EN EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS



Siguiendo la línea de pensamiento aquí desarrollado, tanto empresa, mercado, y estado deben participar e impulsar la asignación eficiente de los recursos incorporados que se emplean y producen en la actividad empresarial a través del equipo de producción, lo cual debe conllevar la participación conjunta de estas instituciones en la regulación del *GC* y la *RSE*, algo que, por lo general, ya se encuentra implementado en la realidad, a través del mercado, las agencias especiales, federales o estatales y en las cortes. Cada una de estas instituciones e instancias cumple y debe cumplir una función importante en conjunto con mayor o menor grado de participación.

Concierne en este capítulo abordar el rol de la regulación en el *GC* en el marco de la *RSE*, lo cual importa determinar quién debe regular el sistema de dirección y control de las empresas, cómo se regula y cuál debe ser el papel de la regulación en el asentamiento y desarrollo de estos conceptos y prácticas. Ha de notarse que, dado que *GC* y *RSE* son parte de la actividad corporativa, si bien nuestro análisis se concentra más en la regulación del *GC*, en la mayoría de los casos puede equipararse el rol de la regulación de *GC*, como válido también para la *RSE* y en algunos casos como equivalentes funcionales (como el caso del Enfoque “ESG” o “ASG”).

Existen sobre el particular, diversas posiciones en el debate académico. Un sector se inclina por que sea el mercado que regule la conducta corporativa, por cuanto ello importa una asignación más eficiente de recursos de la actividad empresarial. Otro sector, opina que sea una agencia estatal centralizada quien regule la conducta corporativa, con tendencias que van desde la regulación estatal competitiva hasta la existencia de una agencia federal única y que propone que el mercado no es lo suficientemente capaz de distinguir entre empresas eficientes e ineficientes. Otro, igual de importante, se inclina por las decisiones judiciales casuísticas, combinadas con regulación estatal y la auto-regulación.

Nosotros como ya señalamos, proponemos un sistema combinado que permita que la empresa, el mercado y el estado participen en él desde distintas esferas regulatorias pero complementarias, aun cuando ello puede darse con diferentes grados. Veamos por qué.

3.1 Regulación por el Mercado

Bajo esta posición solo el mercado o preferentemente el mercado tiene los incentivos y las herramientas para adecuar eficientemente el *GC* y la *RSE* de las empresas. Bajo esta esfera de regulación, se encuentran el *GC* y la *RSE* la gran mayoría de empresas a nivel mundial en mayor o menor medida dependiendo de la profundidad del mercado.

Como señala Larry E. Ribstein, antes de adoptar soluciones regulatorias coercitivas es necesario considerar la flexibilidad de las respuestas del mercado a través de los contratos y sus propias fuerzas.

Las acciones de mercado suelen estar mejor informadas y motivadas que la regulación coercitiva y conducen de manera eficiente a soluciones de competencia²⁸⁶. Ribstein plantea esta posición a partir de cuatro áreas de análisis:

(i) El escrutinio del mercado

Según Ribstein, la mayoría de los fraudes corporativos han sido descubiertos por los observadores del mercado antes de que caigan en el ojo público. Los riesgos fundamentales del negocio de Enron, así como la inviabilidad de los presupuestos de su valuación de mercado, eran obvios para muchos observadores astutos del mercado. Más aun, las circunstancias de sus riesgos, se hallaban señaladas - si bien no de manera completa - en las notas a pie de página de los estados financieros (*y otros, no financieros*²⁸⁷). Lo dicho, indica que el mercado, por tanto, puede reducir significativamente su vulnerabilidad al fraude (o el incumplimiento, por ejemplo de estándares ambientales y sociales) simplemente con mayor atención a sus signos de cuidado²⁸⁸ o, dicho de otro modo, el mercado tiene capacidad para auto-regularse sin requerimiento de la ley.

Según esta posición, la regulación coercitiva pasada, afecta o puede afectar, además, el incremento del escrutinio de mercado, por lo que se debe ser cauto respecto de regulación adicional. Ilustrando lo dicho, Ribstein cita el caso de la *Regulación FD* promulgada por el SEC de los Estados Unidos en agosto del dos mil, que requiere a las empresas listadas la revelación simultánea de información no pública a los analistas del mercado de valores. Esta regulación, sin embargo, puede generar la perfecta excusa para que las empresas puedan

²⁸⁶ RIBSTEIN, Larry E.. Market v. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. En JOO, Thomas W.. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Op.cit. P. 155.

²⁸⁷ Por ejemplo, socio ambientales.

²⁸⁸ Idem. Op. cit. P. 156.

evitar las acciones de los analistas de mercado, haciendo más fácil que escondan problemas financieros y de otra índole. De acuerdo al autor, es igualmente importante ser cautos respecto de regulación que pretende restablecer la confianza del inversionista. En el corto plazo, muchas veces, este tipo de regulación aparenta ser la solución al pánico causado por el fraude corporativo descubierto, como fue el caso de la promulgación de la SOX (regulación proveniente de la esfera estatal, véase más adelante). No obstante, este pánico puede tener un origen político. Más importante aún es que en el largo plazo, la racionalidad de la confianza del inversionista radica en juicios complejos respecto del riesgo percibido comparado con el riesgo actual, el efecto de diversas aproximaciones regulatorias, el beneficio adicional de la confianza del inversionista y los costos de los requerimientos legales y responsabilidades²⁸⁹. Se tiene entonces desde esta perspectiva, que el mercado genera respuestas más eficientes frente al fraude y el *GC* de las empresas, a través del castigo de precios, dado que en la medida que incrementa el riesgo, descuenta el valor o financia a un costo más alto o simplemente no financia la actividad corporativa. En su caso, el mercado puede no estar preparado para financiar proyectos plenamente viables desde una perspectiva económico-financiero, pero si el riesgo ambiental y/o social no se hallan lo suficientemente mitigados, el proyecto no es financiado.

(ii) Empleo de Indicadores

Según esta posición, las empresas emisoras tienen fuertes incentivos para mostrar a los inversionistas, acreedores, potenciales empleados y otros, que no son como Enron ni Worldcom, empresas conocidas afectadas por el fraude y las malas prácticas corporativas.

²⁸⁹ Idem. P. 157.

Esto es particularmente cierto para el caso de empresas que emplean en la actualidad instrumentos sospechosos como derivados y entidades de propósito especial. En esta medida, las empresas pueden emplear indicadores de *BGC (ISOs 37,000, 37391, entre otros)* y también de *RSE (ISO 14,0001,26,000, “Indices de Huella de Carbono”, entre otros)*, de manera adicional revelando voluntariamente información sobre sus estados financieros y actividades a analistas y los medios, o sosteniendo reformas voluntarias como la entrega de opciones sobre acciones a sus trabajadores.

El empleo de indicadores no solo reduce el beneficio de la regulación estatal, sino incrementa su costo. Según Ribstein, la regulación obligatoria de la conducta corporativa reduce la habilidad de las empresas a fin de mostrar calidad, al predeterminar las formas de gobierno, auditores, métodos de transparencia, etc.. Por ello afirma que los beneficios del empleo de indicadores exceden a aquellos de la regulación coercitiva²⁹⁰.

(iii) Monitoreo de Accionistas y Adquisiciones Hostiles

Esta posición propone que las empresas no solo están sujetas al escrutinio de varios mercados de capitales y otros mercados, sino por sus propios accionistas, en un escenario en el cual existe una participación creciente de los fondos de inversión, planes de pensión y, en general inversionistas calificados y/o institucionales como accionistas activos y/o pasivos y como actores decisivos en el mercado de control corporativo. Ribstein señala primeramente, que como accionistas, los inversionistas institucionales pueden presionar la implementación de planes de protección de inversionistas (aquí podemos incluir indicadores de la economía verde o “*Green Economy*”, como ya señalamos antes) mediante comunicación directa con

²⁹⁰ Ibidem.

las gerencias, como es el caso de la TIAA-CREF (“*Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equity Fund*”) en la promoción de opciones de acciones y a través de las propuestas de accionistas que permitieron a accionistas ganar el apoyo de otros accionistas. Según el autor, aun si las instituciones privadas no ganan mucho de este tipo de movidas, las gerencias de las empresas si tienen incentivos políticos para escuchar a los accionistas y a las mismas instituciones aun cuando pueda tratarse de votos minoritarios pero significativos, en contraste con las normas emanadas de la agencia federal (como la Ley SOX)²⁹¹. Lo dicho puede equipararse para la RSE, en la que los inversionistas calificados, bancos de inversión y bancos multilaterales, condicionan su participación en proyectos y empresas en marcha que no se comporten adecuadamente con el medio ambiente, los trabajadores, los clientes y/o las comunidades vulnerables en las cuales desarrollan sus actividades.²⁹² En este extremo, se observa un importante escrutinio financiero de parte de inversionistas calificados que pueden no fondear proyectos y empresas que no cumplan con estándares ambientales y sociales por más que económica y financieramente sean rentables (ya antes observado).

Paul Coombes y Simon Wong apuntan más bien que la tendencia mayoritaria del activismo de las gerencias de los fondos de inversión es a creer que lo dicho en los párrafos anteriores tiene sentido²⁹³. Como manifestaba Tom Jones, cabeza del Citigroup en su momento, no tenía sentido colocar dinero de los accionistas allí donde él mismo no se veía como un *hacedor de cosas buenas* y no sólo de dinero. En la misma línea, se encuentran fondos de pensiones como *Calpers (The California Public Employees’ Retirement System)* y

²⁹¹ RIBSTEIN, Larry E. Op.cit. Ps. 157, 158.

²⁹² Hacemos referencia al financiamiento ESG/ASG, por ejemplo.

²⁹³ COOMBES, Paul and WONG, Simon. Investors perspectives on corporate governance – a rapidly evolving story. En Global Corporate Governance Guide 2004. Op. cit. Ps..28-33.

la ya citada TIAA-CREF y Hermes el Reino Unido, quienes han ido construyendo la capacidad de participar con las empresas en el desarrollo de las normas de *GC* y *RS* (“*ESG*”).

Seguidamente y, más importante aún, Ribstein agrega que existe una posibilidad teórica de monitoreo de las empresas por los potenciales compradores de control, quienes tienen una suerte de incentivos cargados de gran energía y dirigidos por la ganancia (“*profit-driven*”)²⁹⁴ de los que pueden carecer los directores independientes, auditores y analistas. Recordemos aquí, que evidentemente nadie más interesado que un potencial comprador para tener al tanto la empresa objetiva. Ni los ejecutivos al interior de la empresa pueden entrar en componendas, fraude o inconducta corporativa, de saber que puede existir una potencial compra hostil dado que sabrían que los potenciales compradores del control de sus empresas, tienen como incentivo la adquisición de empresas con baja calidad de auditoría y pobre gerencia que luego despiden para embolsarse la ganancia derivada de una mejor gerencia. Ribstein señala que el problema con este tipo de monitoreo de la conducta corporativa para el caso de los Estados Unidos fue la promulgación en 1968 del Williams Act, que trajo consigo una ola de regulaciones anti-adquisiciones de control y anti-adquisiciones hostiles incrementada en los ochentas, que dejaron su efecto en el mercado al dar a los directorios de las empresas objetivo tiempo para defenderse sin la aprobación de los accionistas²⁹⁵. Señala que este tipo de normas más bien han ayudado en la concepción de fraudes recientes diluyendo el arsenal de control de los costos de agencia de las empresas. La cura sería hacer resurgir las adquisiciones de control y/u hostiles como un mecanismo viable de monitoreo

²⁹⁴ Etiquetados en inglés por Ribstein como “*high-powered, profit driven incentives*”, que consideramos refleja de manera más apropiada la calificación de los incentivos por el autor.

²⁹⁵ Véase en este extremo el debate Gilson-Beebchuc-Lipton en la sección 2.2.2.1 de esta Tesis.

del valor y la conducta corporativa, discusión que sugiere la cautela que debe tenerse respecto de emplearse la regulación coercitiva como una respuesta a los fraudes en el mercado²⁹⁶.

(iv) El Mercado Regulatorio

En esta área, Ribstein precisa que aun si la regulación coercitiva fuera apropiada no obstante los costos regulatorios y la posibilidad del empleo de remedios de mercado, existe un cuestionamiento adicional respecto del nivel de regulación coercitiva que debe ser impuesto²⁹⁷. Según el autor, el mercado de capitales provee mecanismos de competencia entre diversos cuerpos regulatorios, así como entre las empresas y contratos corporativos individuales por lo que la decisión de las empresas de sujetarse a un cuerpo regulatorio en particular depende de su evaluación en el mercado de capitales como parte del paquete de los términos de *GC/RSE* que desee ofrecer. Estas aproximaciones contractuales dominan en la actualidad, por ejemplo, la regulación del *GC* en los Estados Unidos, altamente determinadas por la ley del estado en el que escogen constituirse. En este caso, las legislaturas estatales pueden disponer formas particulares de gobierno como la existencia de directores independientes y también las cortes estatales pueden imponer patrones de conducta como en *Smith v. Van Gorkom* y en *In re Caremark International, Inc. Delaware Litigation*²⁹⁸, casos vistos en anterior capítulo.

El *GC* puede ser regulado además por las disposiciones de las bolsas de valores, las cuales pueden constituir una forma de contrato dada la capacidad que tienen las empresas de escoger entre una bolsa y otras. En Estados Unidos, por ejemplo, el NYSE tiene incentivos

²⁹⁶ Idem. P .158.

²⁹⁷ RIBSTEIN, Larry E.Op.cit. P. 159.

²⁹⁸ Ibidem.

para competir con el NASDAQ y otras bolsas nacionales e internacionales para cobrar mayores servicios para reducir el costo del capital asegurando a los inversionistas que sus empresas listadas se hallan adecuadamente monitoreadas. El mismo principio se puede trasladar a las firmas auditoras y estudios de abogados (a quienes se les asigna el rol de “gatekeepers”, es decir, de asesorar al cliente cumpliendo un rol activo en la preservación adecuada de la conducta corporativa)²⁹⁹. Ribstein señala que la Ley SOX se aparta, por ejemplo, de esta aproximación contractual. Sus disposiciones relativas a la composición de los directorios, comités de auditoría, actividades de los abogados asesores, protección de los denunciantes, regulación de préstamos ejecutivos, revelación de la información de ciertas transacciones, el Código de Ética de los emisores, así como el empoderamiento del SEC norteamericano, entre otras cosas, importan la inserción de agencias federales en la regulación de la conducta corporativa, lo cual, debe hacerse con mucha cautela dado que el sistema de regulación estatal del GC, es probablemente una de las mayores fortalezas del mercado de capitales norteamericano.

Para Ribstein existe cuantiosa evidencia de que las decisiones de incorporación de las empresas al escoger un estado de la unión, son eficientes. La ocurrencia de los fraudes corporativos recientes no son más que la evidencia de la intromisión de la regulación federal en la regulación estatal que muchas veces calza de manera más apropiada con las necesidades particulares de las empresas, que pueden ser satisfechas más con la existencia de un mercado regulatorio que permita experimentación y flexibilidad. El tratadista anota que no puede atribuirse la existencia de fraude, por ejemplo, a las normas de Delaware: “...*Interestingly,*

²⁹⁹ Idem. P. 159.

*at least two of the main culprits, Enron and Worldcom, were not Delaware corporations, but rather incorporated in Oregon and Georgia, respectively...*³⁰⁰.

Es de observarse, consiguientemente, que el mercado puede ser considerado como un valioso regulador de la dirección y control corporativo, en la medida que los descuentos de precios, las adquisiciones hostiles y los cambios del control corporativo internos, promovidos por la oferta y demanda del mercado de control corporativo, la información y la maximización de ganancias en armonía con el interés social, pueden presionar para que las empresas terminen auto-regulando su sistema de *GC/RSE*, en la búsqueda de mantener su actividad empresarial. Por ello, las fuerzas del mercado pueden ser importante motor de la actividad empresarial.

3.2 Regulación Estatal

Esta posición propone que el estado sea el regulador de la actividad corporativa a través de normas expedidas por el congreso y/o agencias federales y/o estatales con carácter compulsivo. Se funda primeramente en que, dado que las empresas se incorporan bajo una ley estatal, estas deben gobernar sus asuntos internos³⁰¹.

Thompson & Hillary, sostienen que el estado debe ocupar una participación central en el tema a fin de restringir el enorme poder de los gerentes corporativos en la dirección de activos de negocios colectivos³⁰². A lo dicho debe agregarse, lo ya señalado por Ribstein,

³⁰⁰ Idem.P. 159.

³⁰¹ JOO, Thomas. W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Pg. 91. Aunque tratándose de GC y RSE, dichas conductas involucran la conducta general de la empresa, en su relación interna como en la sociedad.

³⁰² THOMPSON, Robert B. and SALE, Hillary A. Sale. *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*. En JOO, Thomas W..*Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Op. cit. Pg. 135.

que hay quienes piensan que el mercado no es capaz de distinguir las empresas eficientes de las deficientes³⁰³, por lo que se hace necesaria la participación del estado. Ahora bien, en esta teoría existen dos posiciones que trataremos a continuación.

3.2.1 Regulación Federal Centralizada

Esta posición propone que la regulación de la conducta corporativa de las empresas debe recaer en manos de una agencia centralizada, típicamente una supervisora o superintendencia federal. Normalmente aplicable a estados federales, esta posición es conocida como “*federalista*”, dado que una sola agencia de carácter federal regula la actividad corporativa de las empresas que desarrollan su actividad en toda la nación, independientemente del estado en que se incorporen. Esta regulación generalmente afecta a las empresas que cotizan en bolsas nacionales y que desarrollan comercio interestatal a lo largo de la unión federal. Un claro ejemplo de esta esfera de regulación es la SOX que pone en manos del *SEC* la regulación de la actividad de mercado de las empresas, cuyo alcance es prácticamente global.

Thompson & Hillary, señalan, por ejemplo, que la regulación federal sobre fraude corporativo y su cumplimiento a través de las acciones de clase constituyen los medios más visibles que regulan el *GC*: “...*Securities fraud law ostensibly directed at buyers and sellers of securities, but in the context of class actions, this purchaser-seller connection acts more like the minimalist jurisdictional hook of the interstate commerce requirement than a real constrain on the use of securities law to regulate corporate governance...*”³⁰⁴. Según los autores, la promulgación de la Ley SOX por el congreso ha aportado nuevas evidencias

³⁰³ RIBSTEIN, Larry E.. Op. cit. Pg. 151.

³⁰⁴ THOMPSON, Robert B. y SALE, Hillary A. Sale. Op. cit. P. 136.

acerca del rol de las normas federales relativas al fraude corporativo en los Estados Unidos, lo cual, consideran como un mayor desplazamiento de las normas federales en la regulación del GC que se refleja en tres factores. Primeramente, la revelación de información relevante ha constituido la herramienta más importante de regulación de los gerentes corporativos, una metodología predominantemente federal antes que estatal. Segundo, la regulación estatal se ha concentrado más en la conducta de los directores antes que en los deberes y responsabilidades de los ejecutivos, quienes constituyen hoy el centro de la regulación del GC/RSE en general y en especial de la regulación federal. En tercer lugar, según los autores, el litigio federal de accionistas basado en el fraude de valores, tiene diversas ventajas prácticas sobre el litigio estatal basado en DFs que ha contribuido al mayor empleo del litigio federal. Por ello, las normas federales relativas al GC ocupan hoy la parte más extensa de la infraestructura legal del GC en el siglo veintiuno³⁰⁵.

Thompson & Hillary señalan que la participación histórica de la ley federal de regulación del fraude y de la conducta corporativa de los Estados Unidos ha sido fundamental en el siglo veinte: “...*The government response to the excesses of the 1920s and the pain of the Great Depression again led to calls for federal corporations law, but the New Deal Congress that passed securities legislation in 1933 and 1934 chose less intrusive means...*”³⁰⁶. Según afirman, el Securities Act de 1933 y el Securities Exchange Act de 1934, se centraron en regular la información relevante que debía ser transmitida por los emisores en las ofertas públicas iniciales y en el mercado secundario, respectivamente. En 1982, la agencia federal reguladora del mercado, el SEC, promulgó un paquete integrado de revelación de la información importante a través de la Regulación S-K, que reforzaron los

³⁰⁵ Ibidem.

³⁰⁶ Ibidem.

DFs básicos de la regulación estatal. La revelación de la información requerida ayudó no solo a los directores a realizar sus funciones adecuadamente, sino que abarcó a otros funcionarios como los contadores, cuyo trabajo era requerido por las bolsas y el SEC. Otras regulaciones como la Regulación S-K, demandó a las gerencias identificar y revelar los riesgos conocidos y procesos judiciales, compromisos, eventos o incertidumbres que podría resultar en una posible falta o reducción de la liquidez de la empresa. A fin de cumplir con el Deber de Cuidado, las gerencias deben preocuparse por la liquidez y los eventos relacionados con ella. Una vez que la gerencia identifica los riesgos, debe indicar el programa de acciones que tiendan a mitigar los riesgos. Según Thompson & Hillary, a través de este tipo de regulación - “*disclosure*” - las normas federales logran el cumplimiento del Deber de Cuidado: “...*Further, once management has identified the trend, it must indicate the course of action that (it) has taken or proposes to take to remedy the deficiency. Again managers acting to fulfill their duty of care would presumably resolve to remedy such deficiency. But by forcing managers to disclose the trend and describe how they plan to remedy it, the Commission is regulating the conduct, not just what management says about the conduct. Through disclosure can come substance-here, the duty of care...*³⁰⁷”. Téngase presente aquí, lo ya dicho por nosotros, que los *DFs* constituyen la sustancia legal de las normas de *GC*.

Lo mismo pasa con el Deber de Lealtad. Según los autores, el SEC ha promulgado diversas normas que regulan este deber. Por ejemplo, las gerencias deben informar a los accionistas cuánto se pagan a sí mismos, a través de un procedimiento detallado de cómo hacerlo, proporcionando categorías específicas remunerativas y formularios exactos a través

³⁰⁷ THOMPSON, Robert B. y SALE, Hillary A. Sale .Op. cit. P 138.

de los cuales deben presentar la información: “...*Here again, disclosure is presumably forcing substance in contexts in which conflicted loyalty might be the issue...*”³⁰⁸. Además de lo dicho, agregan que los ejecutivos debían firmar la forma 10-K, que acarrea responsabilidad personal, la Sección 302 de la SOX instruye directamente al a SEC promulgar normas que requieran a los *CEOs* y *CFOs* firmar una declaración señalando que ellos han revisado los reportes requeridos y de ser apropiado, que los han discutido con el comité de auditoría o el directorio, antes de determinar que los reportes son en realidad correctos. Según los autores, estas regulaciones afectan directamente el Deber de Cuidado de los gerentes corporativos. No solo hacen que ellos consientan con la revelación de cierta información, sino que les dice lo que deben hacer antes de firmar las declaraciones. Las normas estatales han tratado este tema por mucho tiempo como es de ilustrarse en el caso *In re Caremark International Inc., Derivative Litigation*³⁰⁹, caso que hemos presentado en el capítulo anterior. Apuntan Thompson & Hillary, que esta declaración es una intrusión directa de las normas federales en el *GC*, con una distinción respecto de las normas estatales. El énfasis de las normas federales está puesto en los ejecutivos y no en los directores, cuya conducta constituye el centro de la regulación de *GC* en la actualidad: “... *and in recognition of the locus where today’s governance is, federal law imposes obligations directly on officers, bypassing the intermediaries of the board.*”³¹⁰.

Finalmente, observan que la Ley SOX, regula, por ejemplo, el Deber de Lealtad prohibiendo a las empresas los préstamos a los ejecutivos y directores. La SOX requiere,

³⁰⁸ Ibidem.

³⁰⁹ Ibidem.

³¹⁰ Ibidem.

además, que los gerentes suscriban una declaración de responsabilidad de que éstos han implementado controles internos adecuados así como la evaluación de que dichos controles han sido efectivos dentro de los noventa días de implementado, entre otros requerimientos, como el requerimiento al SEC de la promulgación de normas que obliguen a que los abogados reporten a la gerencia legal y ejecutiva la probable violación de normas federales o incumplimiento de *DFS*³¹¹.

3.2.2 Regulación Estatal Competitiva

Esta posición propone que los estados federados compitan en el mercado regulatorio atrayendo la incorporación de empresas en su jurisdicción, descartando así, la monopolización de la regulación por una agencia federal. Por ello, esta posición es conocida como el “*federalismo competitivo*” cuyos alcances pueden guiar, por ejemplo, la competencia de las bolsas sindicadas de convenios internacionales como la Alianza del Pacífico integrada por México, Colombia, Perú y Chile, en el que los países miembros compiten por la atracción de capital e inversión.

Roberta Romano, su principal exponente, señala que es mejor que todos los estados federados y la misma agencia federal compitan por atraer la incorporación de empresas en el ámbito de su jurisdicción, lo cual, produciría reglas más alineadas con el interés de los inversionistas, cuyas decisiones conducen el mercado de capitales³¹². Bajo su visión, la competencia regulatoria es deseable dado que cuando la elección de invertir incluye una diversidad de regímenes legales, los inversionistas van a encontrar que pueden obtener un

³¹¹ Idem. Ps.138 y 139.

³¹²³¹² ROMANO, Roberta, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*. Originalmente publicado en 107 *Yale Law Journal* 2359(1988), En JOO, Thomas W. *Corporate Governance, Law, Theory and Policy*. Carolina Academic Pres. 2004. Op.cit. P. 108.

menor costo de capital al escoger el régimen legal deseado. Señala Romano que por ejemplo, en la medida que los inversionistas estén informados del régimen legal gobernante, si los promotores eligen un régimen legal que los exculpe de fraude, los inversionistas no van a invertir en la empresa o van a requerir una mayor tasa de retorno de su inversión, en la misma medida que los bonistas van a reclamar mayores intereses a las empresas con mayor riesgo de cumplimiento en los pagos³¹³. La motivación detrás de la propuesta, es que no existe ninguna agencia gubernamental que pueda saber más que los participantes del mercado cuál regulación podría calzar más con sus intereses, particularmente cuando los requerimientos corporativos van cambiando de acuerdo a las condiciones financieras.

Señala Romano que un beneficio adicional para aquellos que proponen la eliminación total de la interferencia del estado en el mercado de capitales, el federalismo competitivo podría aportar estados que apuesten por la desregulación y la delegación de las facultades de regulación a los emisores y las bolsas de valores. La competencia entre estados no impide esta posibilidad. Al contrario, la competencia entre estados permite este tipo de experimentación, de la misma manera que, por ejemplo, el régimen federal de los Estados Unidos ha delegado su autoridad regulatoria en el mercado profesional a las bolsas de valores y el NASD (*National Association for Securities Dealers*). Según Romano, el beneficio de la competencia regulatoria se confirma con la evidencia empírica que resulta del contexto de la emisión de bonos y el derecho corporativo: la protección de los acreedores en la emisión de bonos son positivamente valorizadas y reflejan el lugar de incorporación de las empresas. Por ello, la motivación empresarial relativa a la competencia regulatoria mitiga cualquier preocupación que pueda tener el regulador federal de identificar el regulador que beneficie

³¹³ Idem. Op. cit. P. 110.

más a los inversionistas en el mercado de capitales en el contexto del federalismo competitivo. Romano anota, además, que las justificaciones de la regulación federal de los Estados Unidos en el año 1933, como la protección que debería brindar el gobierno respecto del fraude y la manipulación de precios, así como respecto al adecuado nivel de revelación de la información de las empresas entendido como un bien público en el que el estado también tiene que intervenir, no son analíticamente equivalentes a la necesidad de tener un regulador monopólico: “...*The premise of competitive federalism is that if, for example, corporate information would be underproduced to investors' detriment in an unregulated market, then there would be a demand for, matched by a supply of, mandated disclosure regulation in a regime of state competition for securities regulation, just as in the monopolistic SEC system...*”³¹⁴. Romano, apunta finalmente, que la competitividad de los estados para atraer la incorporación de las empresas dependerá en gran medida de la sinergia que pueda existir entre su derecho corporativo y la regulación del mercado de valores que deberán coincidir con la eficiencia en el costo de capital de situar la incorporación de las empresas en el estado escogido.

Nótese, sin embargo que, por ejemplo, el estado de Delaware, en los Estados Unidos - claro líder de la competencia por la incorporación de empresas en toda la unión americana e internacionalmente - ofrece mucho más que la sinergia entre el derecho corporativo y la regulación del mercado de valores. Como señala *Ehud Kamar*, algo más que su legislación apunta a este liderazgo y es importante traerlo en este momento a colación. Según Kamar, Delaware, ofrece tres ventajas competitivas: un sistema legal ya preferido en materia corporativa, una corte judicial de primer nivel en temas corporativos y el compromiso del

³¹⁴ Idem. P. 111.

estado respecto de las necesidades corporativas: “... *All of these are first-mover advantages. Ever since Delaware established its dominant position in the market for corporate law, these advantages have made competition with Delaware difficult...*”³¹⁵, dicho sea de paso, una infraestructura legal y corporativa que deberíamos desear en nuestro país. Explica Kamar que Delaware posee una externalidad de contactos y educativa superior a otros estados de la unión americana que apunta a la incorporación de más empresas en el estado que crea mayores usuarios y que alimenta su uso, como por ejemplo, lo haría el mayor empleo de autos respecto de las gasolineras, estaciones de servicios, pistas y garajes. El valor de su derecho corporativo crece en la medida que más usuarios la emplean. Primero, en la medida que más empresas emplean sus leyes, las decisiones judiciales de sus cortes tienden a acumularse, a trasladarse a otras jurisdicciones y a incrementar la seguridad jurídica. En la medida que más empresas emplean sus normas y decisiones judiciales, más común se hace su práctica como un modelo de conducta apropiada. En segundo lugar, apunta Kamar, una ley empleada comúnmente es mejor servida por los abogados y el mundo legal. En la medida que las empresas demandan más su empleo, las firmas de abogados forman abogados que poseen mayor experiencia con sus normas legales. Los abogados tienen mayores referencias, comentarios, herramientas y simposios profesionales en torno a ella. El servicio legal se mejora en calidad y tiempo, generando simultáneamente que baje su costo. En tercer lugar, el mercadeo de sus valores e instrumentos mejora al mismo tiempo que su dispersión crece. La uniformidad legal facilita

³¹⁵ KAMAR, Ehud. A Regulatory Competition. Theory of the indeterminacy in Corporate Law. Originalmente publicado en 98 Columbia Law Review 1908(1988). Reimpreso con permiso. Originalmente publicado en 107 Yale Law Journal 2359(1988). Op. cit. P. 123. Kamar señala, por ejemplo, que aun cuando el estado de Nevada ha seguido e implementado muy cercanamente el modelo de Delaware, ha fallado en su intento de atraer una incorporación significativa.

el precio de los valores en comparación con los emitidos en otros mercados. Se crea, entonces, un círculo altamente virtuoso y un efecto multiplicador.

Otra fuente importante de atracción de Delaware, anota Kamar, es su sistema judicial experimentado: “... *Delaware initially replaced New Jersey as the leader in corporate chartering in this century, following changes in New Jersey that were unfavorable to business. Delaware has never lost its lead, and its courts, particularly the Court of Chancery, has gained experience in corporate adjudication and earned a reputation for proficiency. The courts were ideally suited to do so due to their small size, low caseload, selected judges, and a concentration of corporate cases. Once established, their qualitative advantage became self-perpetuating, as it attracted still more high-stake corporate cases, prominent corporate lawyers and talented judges...*”³¹⁶. Kamar señala que la ventaja de las cortes de Delaware es doble. En primer lugar, son experimentadas en decidir casos corporativos. Según Kamar, los jueces de Delaware poseen una experiencia de grupo difícil de alcanzar por estados rivales, proveniente de la exposición frecuente a disputas corporativas que influye positivamente en su capacidad. En segundo lugar, tienen reputación por la calidad de sus fallos, que consolida su reputación legal³¹⁷. Un tercer factor de la competitividad de Delaware, es su credibilidad y compromiso con las necesidades corporativas. Apunta Kamar, por ejemplo, que Delaware es el único estado cuyo crecimiento se halla vinculado al negocio de la incorporación corporativa, siendo por ello el único estado que debe asegurarse que sus leyes calcen con las necesidades corporativas. El ingreso del estado se mantiene indirectamente por el negocio de incorporación. Este capital legal incluye, según Kamar, precedentes legales, una corte experimentada en materia corporativa, experiencia

³¹⁶ Idem. P 125.

³¹⁷ Ibidem.

administrativa en el trámite de los procesos y una barra especializada: “...*The advantage of Delaware is disadvantage for other states. Since only Delaware is credibly committed to corporate needs, investors discount any other state law by the risk of adverse future changes in law. A rival state not be able to monger chartering business away from Delaware simply by offering better law. Changing a lower franchise tax to attract incorporation may not help either, because it will make the rival’s own commitment to corporations even less credible compare to Delaware’s commitment...*”³¹⁸.

Consecuentemente con lo hasta aquí observado, el estado a través de sus agencias federales o estatales puede también corregir y mejorar los excesos en la dirección y control corporativa a través de la implementación de leyes de alcance federal o estatal facilitando el *BGC/RSE* de las empresas, que generen alternativas competitivas que el mercado pueda valorar a través de las tasas de retorno exigidas por sus inversionistas.

3.3 Regulación Judicial

No cabe duda de la influencia de la regulación judicial de las actividades de las empresas, el mercado y en el derecho corporativo en general. Aunque podría ser considerada como variante de la regulación estatal, hemos preferido distinguirla a efectos de resaltar su especial importancia. Las leyes son finalmente confrontadas en las cortes en la ocurrencia de disputas corporativas e interpretadas por éstas. Los vacíos normativos son llenados por las decisiones judiciales que introducen estándares judiciales, o como sucede frecuentemente en el sistema legal de los Estados Unidos y como viene ocurriendo ya en nuestro país, muchas normas positivas provienen de la cantera judicial o son talladas en estas a través de los hechos

³¹⁸ Idem. P. 126.

y pruebas presentadas por las partes –“*facts and circumstances*”-³¹⁹ y evaluadas en las cortes. Tenemos, por ejemplo, que los *DFs*, fuente singular del *GC*, provienen de decisiones judiciales que luego fueron introducidas en leyes estatales de la unión y luego implementadas en la Ley SOX, que es la norma federal base de los Estados Unidos, la cual, a su vez se ha difundido a nivel mundial como marco de referencia para la regulación de la conducta corporativa a través de la OECD y organismos multilaterales.

Agréguese a lo ya dicho sobre Delaware, su gran influencia en materia judicial corporativa, cuna del desarrollo de los *DFs* visto antes. Considerado como la piedra angular *del common law* en los Estados Unidos, es el estado que más promueve las decisiones judiciales y en el que mayor influencia ha tenido la Corte de Cancillería y la Corte Suprema del estado en la regulación de la conducta corporativa no sólo de ese país sino a nivel global. Como señala Bauman, los *DFs*, constituyen – productos -³²⁰ largamente hechos por los jueces (“*judge-made*”), cuya referencia principal son las decisiones emanadas de las cortes de Delaware³²¹. Por ello, el profesor *Mark J. Roe*, señala que quizá la más importante competencia que tiene Delaware en la regulación corporativa no es la que proviene de otros estados, sino la del gobierno federal, lo cual se explica por ejemplo en los *DFs* y la Ley SOX,

³¹⁹ABERNATHY, Charles F.. *Law in the United States Cases and Materials*. International Law Institute. Georgetown University Law Center. 1995. Explica sobre el particular, que el Sistema legal de los Estados Unidos es un sistema legal mixto de códigos y common law: “...*The United States is a comprehensive integrated compilation of all statutory law made by federal Congress....Yet ...American law is a mixture of code-base law and common law...*”. El common law o la ley basada en la casuística o case-based law (“*case-law*” en su denominación más simple), influye en la interpretación de los códigos federales y estatales. Como señala Abernathy: “... *First statutes, as we shall see, often use words, phrases or concepts from the common law, so that statutory law incorporates common law ideas. Interpretation of the code, will often require a knowledge of the traditional, centuries-old common law. Second, American judges continue to be influenced by the common law’s idea that consistency in the application of law must be demonstrated in each decision. Therefore, American judges will attempt to explain their decision in the context of prior judicial decisions, many of them quite recently decided cases...*”.

³²⁰ Añadido por nosotros.

³²¹ BAUMAN, Jeffrey D.. *Op.cit.* P. 21.

los primeros fundamentalmente emanadas de las cortes de Delaware –casuística, *common law*- y la segunda del gobierno federal - codificadora, *civil law* - ³²². Cuenta Bauman, que la diferencia entre ambos reguladores se puede observar en la respuesta distinta de Delaware y del gobierno federal en los escándalos de Enron y Worldcom³²³ a principios de este siglo. Mientras que el Congreso promulgó la Ley SOX y dio poderes al SEC para que conjuntamente con las bolsas pudieran mejorar sus estándares de GC, la legislatura de Delaware no adoptó ningún cambio legislativo para regular los escándalos: “...*As professors Marcel Kahan and Ed Rock have noted, “given Dealware’s traditional mode of addressing controversy, it had to wait a legal dispute was brought in its courts. Since no case was brought, Delaware had no opportunity to address the scandals directly...”*³²⁴. Según Ehud Kamar, Delaware es por ello, altamente cotizada por su elaborado cuerpo de jurisprudencia corporativa (*case-law*), que constituye la razón por la cual muchas empresas se incorporan en dicho estado³²⁵. De acuerdo a esta visión, la masa de litigio corporativo canalizado a Delaware, ha culminado en un numeroso cuerpo de precedentes que facilita el planeamiento corporativo³²⁶.

Por otra parte, nótese que, si bien el sistema legal de Delaware es previsible, al mismo tiempo, es un sistema de terminación abierta “*open-ended*” que puede contener un alto grado de indeterminación. Según Kamar, Delaware se sostiene legalmente sobre dos polos: las normas *ex ante* y los estándares judiciales que se forman después de su aplicación en los casos concretos. Ambos polos deben ser tomados en cuenta al momento del planeamiento

³²² Idem. P. 69.

³²³ Ibidem.

³²⁴ Ibidem. La cursiva es nuestra.

³²⁵ Aunque como hemos visto, Delaware tiene, además, otras ventajas competitivas.

³²⁶ KAMAR, Ehud. Op.cit. P. 119.

legal y corporativo. Delaware es intensivo en hechos - “*fact-intensive*”-, a los que aplica unos cuantos estándares legales de textura abierta, por lo que, a la hora de fallar, los jueces pueden ser altamente discrecionales, pudiendo bajo los mismos estándares, fallar soluciones distintas. Kamar aborda tres ejemplos sobre el particular. El primero de ellos sobre el examen de la proporcionalidad, visto por nosotros para el caso de la conducta defensiva que puede adoptar el directorio en el caso de adquisiciones hostiles. Este examen requiere que el directorio tenga bases razonables para creer en la existencia de un daño a la política corporativa por el potencial adquirente y que la acción corporativa defensiva sea razonable en relación con la amenaza. La ley de Delaware no define aquello que pueda constituir amenaza ni precisa aquello que pueda constituir una defensa razonable. En su lugar, señala una lista de consideraciones que podrían ser relevantes como la falta de equidad del precio ofrecido, la naturaleza y tiempo de la oferta, cuestiones de ilegalidad, el impacto en los *stakeholders*, el riesgo de no consumación, entre otros, que puedan hacer ver la coerción de la oferta a expensas del inversionista de largo plazo. Kamar apunta que, hasta cierto estado en la evolución del examen de proporcionalidad, las decisiones de la Corte de Cancillería parecían haber aclarado el concepto de amenaza a partir de la distinción entre ofertas coercitivas y no coercitivas. Sin embargo, la Corte Suprema de Delaware revocó muchas de estas decisiones, defendiendo la flexibilidad del examen de proporcionalidad. Otro ejemplo que aborda Kamar, es el de la doctrina de la oportunidad corporativa, también vista por nosotros en el capítulo anterior. Comenta Kamar, que a fin de determinar si una oportunidad de negocios corresponde a la empresa y no puede ser usurpada por sus ejecutivos o directores, la corte evalúa si la empresa se halla en la capacidad financiera de explotar dicha oportunidad, si la oportunidad se encuentra en la línea de negocios y si de su ventaja práctica, la empresa tiene interés o razonable expectativa en la oportunidad, y si terminar con esa oportunidad va

a poner el interés del ejecutivo o el director en conflicto con el interés de la empresa. Estos *tests*, sin embargo -señala Kamar- solo son guías a ser consideradas por la corte en el balance del caso individual. Ningún factor es dispositivo y todos deben ser tomados en cuenta en la medida que puedan ser aplicados³²⁷. Los casos *Paramount v. Time* y *Paramount v. QVC* también demuestran este punto, según Kamar. Ambos casos involucran empresas que se hallaban cerca a consumar una fusión negociada y rechazaron una oferta de último minuto que atentaba terminar con la fusión. En el primer caso, la corte aprobó la fusión. En el segundo caso, tomó la solución opuesta. Kamar señala que la clave para entender este resultado diverso, sin perjuicio de poder calificarlos de inconsistentes, es una lectura cercana que “*pinta*” la conducta de la gerencia como diferente en ambos casos que lleva a que las sentencias sean opuestas. Según Kamar esta casuística es característica de las cortes de Delaware lo cual puede dificultar el planeamiento del negocio: “...*In many cases the impression of inconsistency can be avoided only if the holdings are read together with the underlying facts. Such a reading, however is of limited value on business planning, as ideas not always predict what facts will be deemed material by the next court...*”³²⁸.

3.4 Auto-regulación

La Auto-regulación, por su parte, constituye un esfuerzo regulatorio cooperativo que normalmente se lleva a cabo entre las agencias regulatorias y grupos industriales promotores de carácter privado denominados Organizaciones Auto-Regulatorias o “*SROs*” (que viene del inglés “*Self-Regulatory Organizations*”)³²⁹ que prueba una vez más la importante

³²⁷ Idem. Op.cit.P.121

³²⁸ Ibidem.

³²⁹ COX, HILLMAN, LANGEWOORT. Securities Regulation Cases and Materials Fourth Edition. Aspen Publishers.2004. P. 15.

participación de las empresas y el mercado, complementariamente con el estado en la regulación de la actividad corporativa, tanto en *GC* como en *RSE*, cuyo cuerpo regulatorio ciertamente puede y debe provenir en principio de su máxima instancia normativa y directiva, el directorio. Se suele distinguir, además de los órganos internos, a las bolsas de valores nacionales, las asociaciones de empresas listadas, las agencias regionales de liquidación, los directorios de emisiones de valores municipales, entre otros³³⁰, que tienen como objetivo conjunto la prevención del fraude y manipulación del mercado, así como la promoción de prácticas justas de comercio entre los emisores y los agentes de comercio y la gestión ambiental y social. Así, por ejemplo, señalan *Cox, Hillman y Langevoort*, bolsas como el NYSE, AMEX y el NASDAQ, contienen requerimientos de listado con significativas provisiones de transparencia y *GC*, entre ellas, el requerimiento que una cantidad importante de los directores de las empresas listadas tengan miembros independientes de la gerencia y que las empresas se hallen dispuestas a revelar con prontitud la información material financiera para el inversionista³³¹. El concepto crítico de la auto-regulación es que las regulaciones emanadas de las *SROs* sean cumplidas por sus integrantes y los participantes del mercado que listan en dichas organizaciones, generalmente, bolsas de valores, pero cuyas regulaciones que, a su vez, deben ser aprobadas por la agencia estatal. Así, la agencia estatal tiene un control final sobre la regulación dictada por la organización industrial. El sustrato de la auto-regulación, sin embargo, es privado y la historia del control final de la regulación acredita que el control de la agencia estatal es muy posterior, si acaso moderno³³². Así lo hace

³³⁰ Idem. Ps. 15 y 16.

³³¹ Ibidem.

³³² La participación de los directorios y los comités de directorio en la instauración de políticas de auto-regulación construidas internas y externamente, sean a la vez auditadas por terceros independientes y por el ojo del mercado financiero y reputacional..

ver, por ejemplo, *Roberta Karmel*, quien señala que históricamente la regulación bursátil fue vista como substituta a la regulación gubernamental y así sucedía con el NYSE, cuya preocupación originaria se centraba en la publicidad (*'disclosure'*), lo cual precipitó las juntas anuales de accionistas, como una de las primeras medidas de *GC*. Haciendo un paralelo, hacia 1900, las empresas listadas debían distribuir entre sus accionistas dichos reportes anuales. En 1909, los reportes debían distribuirse previamente a las juntas anuales. Hacia 1914, las empresas listadas debían notificar a las bolsas cualquier cambio en los derechos de los accionistas o en la redención de las acciones preferentes. Hacia 1917, se requería una declaración semi-anual de ingresos y un balance. En 1926, el NYSE adoptó la regla “una acción-un voto” como requerimiento para el listado. En 1932, se convirtió en obligatorio el empleo de auditorías obligatorias y para ese año, apunta *Karmel*, ya se había convenido el reporte trimestral. Por ello, señala que “*Congress closely tracked the NYSE disclosure requirements when it drafted the Exchange Act*³³³”, lo cual ocurrió en 1934.

3.5 *Soft Law*

Otra variante de la regulación cooperativa entre las empresas, el mercado y el estado, son los marcos de regulación no vinculantes, también conocidos como “*Soft Law*”, consistentes, según *Klaus Hopt*, – a diferencia de la regulación mandatoria del estado o “*Hard law*”, en un marco de recomendaciones y sugerencias para los accionistas y la junta general de accionistas, para la cooperación entre el directorio y el consejo de vigilancia, para la transparencia, así como para la contabilidad y auditoría³³⁴, acogida voluntariamente por

³³³ KARMEL, Roberta S.. The Future of Corporate Governance Listing Requirements. Originalmente publicado en 54 Southern Methodist University Law Review 325 (2001). Vol, 54, No. 01 del SMU Law Review. Reimpreso con autorización. Originalmente publicado en 107 Yale Law Journal 2359(1988) Op. cit. P.161.

³³⁴ HOPT, Klaus J. Op.cit. P. 101.

las propias empresas. Aquí subsisten categoría como las de “*Comply or Explain*” o “*Cumple o Explica*” y “*Comply and Explain*” o “*Cumple y Explica*”. Cabe mencionar que “*Cumple y Explica*” es una variación más estricta que la original “*Cumple o Explica*”, como el modelo de Costa Rica en el cual el Código es obligatorio. El modelo de Malasia por su parte “*Comply or Explain an Alternative*” o “*Cumple o Explica una Alternativa*” apunta a que las compañías señalen la práctica alternativa a la dispuesta por el Código en caso de no acatarlo³³⁵.

Este último es el caso de Alemania, de una gran mayoría de países y también de nuestro país para el caso del Código de Buen Gobierno Corporativo (2013), por ejemplo. Apunta *Hopt*, que la particularidad del *Deutschen Corporate Governance Kodex* (DCGK), radica en el tipo de obligatoriedad (público-privada) de la declaración anual de conformidad con las recomendaciones del código: “...*De acuerdo al artículo 161 del AktG, el directorio y el Consejo de Vigilancia de sociedades inscritas en la Bolsa de Valores deberán declarar anualmente qué recomendaciones (no sugerencias) del DCGK has seguido o están siguiendo, y cuáles recomendaciones no han sido ni serán aplicables y por qué...*”³³⁶.

El Banco Mundial propicia que los Códigos de *BGC* se implementan mejor en este tipo de marcos regulatorios, fundamentándose en los incentivos - de mercado - que promueve la adopción voluntaria de los códigos, la auto-regulación y la auto-disciplina que deben imponerse las empresas, además del incremento de los estándares corporativos por encima de los marcos legales: “*Concerned with raising the standards beyond the legal requirements, corporate governance codes of best practices are by nature voluntary, yet various incentive mechanisms may encourage government compliance with essential provisions of the code*”

³³⁵ OECD (2019), OECD Corporate Governance Fact Book 2019. Variations on Comply or Explain Reporting on Corporate Governance Codes. P.30.

³³⁶ Idem. Ps. 101-102.

³³⁷. Téngase presente, no obstante que, en el marco de lo observado, existe en realidad un “combo” de regulaciones que norman el GC/RSE, proveniente de variadas fuentes, i.e, mercado, agencias estatales y federales, precedentes judiciales, SROs y otros marcos normativos (laborales, ambientales sectoriales) que afectan el marco regulatorio del GC/RSE, lo que más bien nos lleva a señalar que el *Soft Law* propuesto por el Banco Mundial, es complementado por otras fuentes regulatorias. En este sentido apunta, por ejemplo, el Reino Unido en el que la adopción voluntaria de su código, es complementada por legislación y regulación externa que abarcan la problemática: “...*We believe that our approach, based on compliance with a voluntary code coupled with disclosure, will prove more effective than a statutory code. It is directed at establishing best practice, at encouraging pressure from shareholders to hasten its widespread adoption, and at allowing some flexibility in implementation. We recognize, however, that if companies do not back our recommendations, it is probably that legislation and external regulation will be sought to deal with some of the underlying problems which the report identifies. Statutory measures would impose a minimum standard and there would be a greater risk of boards complying with the latter, rather than with the spirit of their requirements...*”³³⁸. La Federación Rusa concluye igualmente algo similar: “*High standards of corporate governance cannot be assumed by legislative provisions alone. Legislation alone cannot be expected, and is inherently unable to regulate all issues related to the management of companies. First, the law establishes and should establish only general mandatory rules. It cannot regulate and*

³³⁷ THE WORLD BANK. What are Corporate Governance Codes of Best Practices? Volume I. Rationale. Defining Codes of Best Practice. Global Corporate Governance Forum 2005.

³³⁸ THE WORLD BANK. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report, 1992). Idem. P. 31.

*should not have as its purpose to regulate in detail all matters of corporate operations...Second, legislation is unable to react rapidly to changes in corporate governance practices, as amending laws is very time consuming*³³⁹. Ucrania también señala algo parecido: *“The drafting of the Ukrainian Corporate Governance Principles needs to be examined in the context of the overall development of the legal framework in the corporate sector. Ukraine entered the new millennium with a corporate legislation unable to provide a legal framework for joint stock companies although the lack of a good set of legal tools for regulating a broad range of corporate relations has been a major flaw since the transition began. After several failed attempts to pass a much needed law on joint stock companies, the adoption of the Ukraine Corporate Governance Principles tends to accomplish a dual mission. First to set down principles based on international best practices of corporate governance. Second to fill the legal gap in regulation of corporations by helping Ukrainian companies introduce best practice provisions into their by-laws*³⁴⁰. Alemania se pronuncia en la misma dirección: *“The Justice Minister restricted herself to setting the legal framework and thus gave German business the opportunity in an act of self- organization to propose a code which contains nationally and internationally recognized standards of good responsible corporate governance and presents the German corporate governance system in a form which also makes it transparent to foreign investors*³⁴¹.

A lo dicho podemos agregar que la regulación en el *GC/RSE* debe tener como rol primordial la construcción de confianza del inversionista y la sociedad en la que desarrolla

³³⁹ THE WORLD BANK. Russian Code of Corporate Conduct, 2002. Ibidem.

³⁴⁰ THE WORLD BANK. International Finance Corporation, Ukraine Corporate Development Project. 2003. Ibidem.

³⁴¹ THE WORLD BANK. Dr. Gerhard Cromme, chairman, German Corporate Governance Code, 2002. Ibidem.

su actividad corporativa - dada la carga normativa que conlleva -³⁴², que pueda asegurar la actividad de empresas sólidas en el mercado que sean capaces de generar mayor valor para sus constituyentes, la economía y la sociedad en la cual se desarrollan. El Banco Mundial apunta sobre el particular que directorios ineficientes, controles internos débiles, auditorías pobres, falta de adecuada publicidad de los hechos relevantes y cumplimiento tributario³⁴³, a lo cual agregaríamos, la carencia de sensibilidad social, han generado crisis financieras y escándalos corporativos alrededor del mundo en las últimas décadas.

Otro objetivo es la prevención de crisis financieras³⁴⁴. El Dr. Dogan Cansizlar, Jefe del Directorio de Mercado de Capitales de Turkía, señalaba sobre las recientes crisis hacia el 2003: *“One of the most important underlying factors behind the cause of both the recent financial crisis and recent company scandals that broke out across the world can be attributed the inadequacy of sound corporate governance principles by both of the public and private sectors. As a result, the concept of corporate governance has gained increase attention from all around the world...therefore the CMB (Capital Markets Board) has defined corporate governance principles, which can be used primarily by listed companies as well by joint stock companies in both in the private and public sectors”*³⁴⁵.

Seguidamente a estos objetivos, la regulación debe configurarse con el propósito de evitar escándalos corporativos³⁴⁶. La aparición de numerosos escándalos corporativos debido a sus débiles sistemas de control y gobierno, llevó a que desde los 80s la comunidad internacional se concentrara en la evaluación y solución de los principales defectos en la

³⁴² Recordemos aquí que el objetivo sustancial de los *DFs* consiste en la generación de confianza.

³⁴³ THE WORLD BANK. Why are Corporate Codes Useful?. Global Corporate Governance Forum. Idem. P 32.

³⁴⁴ THE WORLD BANK. Ibidem.

³⁴⁵ Dr. Dogan Cansizlar, chairman, Capital Markets Board of Turkey.2003.

³⁴⁶ THE WORLD BANK. Op. cit. P. 33.

regulación del *GC*, atribuidos a la debilidad del sistema de gobierno, al laxo control del directorio y la excesiva responsabilidad de control otorgada a un solo ejecutivo³⁴⁷. Una de las primeras respuestas a este tipo de eventos negativos, fue dada por el Financial Reporting Control, The London Stock Exchange y los profesionales de contabilidad del Reino Unido, que conformaron el *Cadbury Committee* (designada así en honor a su Presidente Sir Adrian Cadbury), que en Mayo de 1992, promulgó el Código Cadbury proponiendo el retorno de la confianza comercial, el registro honesto, balanceado y completo de los reportes financieros y la responsabilidad de los directores en la calidad de la información importante. Sir Adrian Cadbury, apuntó sobre el particular: *“The committee has been the focus of far more attention than I ever envisaged when I accepted the invitation to become its chairman. The harsh economic climate is partly responsible, since it has exposed company reports and accounts to unusually close scrutiny. It is, however, the continuing concern about standards of financial reporting and accountability, heightened by BCCI, Maxwell and the controversy over directors’ pay, which has kept corporate governance in the public eye”*³⁴⁸. Esta misma práctica fue desarrollada por los Estados Unidos y luego diseminada a todo el mundo en los últimos años a través de esfuerzos comunes de la comunidad internacional canalizado a través de *OECD*, el mismo Banco Mundial y las agencias multilaterales regionales.

En resumen, la regulación sobre la dirección y el control de empresas, puede provenir de las fuentes internas de las empresas, de las fuerzas externas del mercado y también del estado a través de sus agencias regulatorias y de precedentes judiciales, todo lo cual debe configurar una plaza eficiente para las prácticas de *BGC/RSE*, que refuerce la confianza y el interés de los inversionistas, alimente la participación de todos sus constituyentes y promueva

³⁴⁷ THE WORLD BANK. Idem. P. 38.

³⁴⁸ Sir Adrian Cadbury. En THE WORLD BANK. Ibidem.

el fortalecimiento de las economías, el desarrollo económico y social y el cuidado del planeta. En palabras de la *OECD*, un *GC* efectivo requiere un buen marco legal, regulatorio e institucional en el que los participantes del mercado puedan confiar que incluya y en el que se incluye elementos legislativos, regulación, autor-regulación, compromisos voluntarios y prácticas de negocios que varían de país a país: *“Effective corporate governance requires a sound legal, regulatory and institutional framework that market participants can rely on when they establish their private contractual relations. This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of a country’s specific circumstances, history and tradition. The desirable mix between legislation, regulation, self-regulation, voluntary standards, etc., will therefore vary from country to country”*³⁴⁹.

Como señalamos al principio de esta sección, nuestra postura coincide con esta multiplicidad de fuentes regulatorias, cuya viabilidad mejora con el tipo *“Cumple y Explica”* del *Soft Law*.

3.6 Consideraciones especiales

En esta sección queremos comentar y analizar algunas consideraciones especiales a tener en cuenta en la regulación del *GC*. No las queremos dejar pasar estos temas por la importancia que pueden revestir para nuestro mercado.

³⁴⁹ OECD (2015). G20/OECD Corporate Governance Principles. Op. Cit.. p.13

3.6.1 Regulación en la Concentración o en la Dispersión

El marco regulador del *GC* puede verse afectado por la concentración o la dispersión de la estructura de gobierno de las empresas. Como es conocido, los mercados corporativos pueden presentarse de manera concentrada o dispersa, o en alguna categoría media de estos dos extremos. Ejemplos típicos de estos mercados son los mercados de gran parte de Europa y los de los Estados Unidos y el Reino Unido, los primeros concentrados y los segundos dispersos. Según *Hopt*, se tiene por ejemplo, que la protección de los accionistas frente a la gestión del directorio, la gerencia y los funcionarios es el fundamento principal del *GC* en determinados países donde predominan las empresas de accionariado disperso, como en Estados Unidos y el Gran Bretaña³⁵⁰, mientras que en Alemania y otros países de Europa continental donde sociedades familiares, accionariados concentrados y grupos de sociedades son una realidad, no se trata tanto de la protección frente a la gestión del directorio, sino de la protección de la minoría frente a la mayoría, constituyendo un segundo conflicto principal-agente. Esta distinción válida a nuestro juicio, por lo menos desde el punto de vista teórico, se funda en que en los mercados concentrados, el control de las empresas se halla concentrado en grandes bloques corporativos, en el que bajo la *Regla de la Mayoría* los bloques de control gobiernan ampliamente las empresas. Contrariamente, en los dispersos, pequeños bloques asumen el control corporativo, en un escenario en el cual existe una gran masa de accionistas sumamente dispersa y generalmente apática a su administración. A lo dicho puede agregarse alguno de los presupuestos de la *Teoría de la Dependencia del Contexto*, que asume que las estructuras corporativas y el marco normativo determina el favorecimiento del tipo de

³⁵⁰ HOPT, Klaus J. .Op.cit. P.98.

mercado y, consecuentemente, las reglas de *GC* a aplicarse. *Lucian Bebchuck y Mark Roe*³⁵¹ apuntan en este sentido que la concentración o dispersión corporativa se deben a las estructuras de propiedad y el marco normativo previo de cada mercado, aun cuando exista una clara tendencia a una convergencia internacional de las reglas corporativas. Señalan que, de hecho, por ejemplo, mientras que la mayoría de las grandes empresas norteamericanas tienen accionariado difundido, el ochenta y cinco por ciento de las grandes empresas alemanas persisten en tener un gran accionista (usualmente una familia), a veces un financista poseedor del veinticinco por ciento o más de las acciones con derecho a voto ³⁵². Por ello indican que mientras que la convergencia corporativa funcional ha tenido lugar a nivel internacional, a través de la similitud de las economías en las que desarrollan sus actividades o de las culturas organizacionales, puede haber pocas dudas que dada la importancia de los accionistas controladores, los países que se diferencian en la incidencia de estos accionistas tienen estructuras corporativas que difieren substancialmente unas de las otras, y que persisten hoy a pesar de la convergencia de otras instituciones económicas. No obstante, nótese que gran parte de la regulación angloamericana sobre *GC* se concentra en realidad en la protección del inversionista minoritario a quienes la ley considera que “*no pueden defenderse por sí mismos*”³⁵³ y que en esta medida el conflicto principal agente de los minoritarios con los mayoritarios se encuentra mitigado a través de los *DFs* que además se encuentran especialmente regulados, como ya desarrollamos en el segundo capítulo.

³⁵¹ BEBCHUK, Lucian Arye y ROE, Mark J. Una Teoría sobre la Dependencia de Caminos en Propiedad y Gobierno Corporativo. En *Themis* 47. Revista de Derecho.

³⁵² *Idem*. P.51.

³⁵³ *Securities and Exchange Commission v. Ralston Purina*. 346 U.S. 119 (1953). En COX HILLAM LANGEWOORT. 2004. Op.cit.P.273..

3.6.2 Regulación *Shareholders vs. Stakeholders*

Siguiendo a *Hopt*, de acuerdo a lo regulado en el AktG (Ley de Sociedades alemana), el directorio a cargo de la empresa tiene el deber de salvaguardar los intereses de todos, sin segregar los intereses de los accionistas, considerando el interés de la empresa dentro de una perspectiva pluralista que abarca los intereses objetivos de la sociedad (capital), trabajadores (mano de obra) y del bien público (bien común)³⁵⁴, enfoque muy similar a lo visto bajo la leyes de Delaware para los Estados Unidos, que favorece el enfoque *stakeholderista* para las empresas en marcha. En este sentido, apunta *Hopt*, que los economistas vienen discutiendo con relación a la interrogante de qué grupos o individuos deben ser protegidos por la regulación frente al oportunismo de la administración, advirtiendo que la relación existente entre los accionistas y los grupos de interés puede ser vista como un tercer conflicto principal-agente: “*la cuestión de los objetivos y grupos que tienen un interés en la sociedad, en particular de la sociedad anónima, es uno de los problemas relacionados con la participación en la sociedad del siglo*”³⁵⁵.

Hopt plantea al principio, que desde un enfoque económico y jurídico, la orientación individualista (*shareholders*) y el enfoque de los grupos o individuos que tienen un interés en la sociedad (*stakeholders*), se encuentran diametralmente opuestos: “*...En economía prevalece predominantemente el shareholder value, de forma más arraigada en Estados Unidos, ya sea de forma estricta o de forma suavizada. Los principales abogados y especialistas en Estados Unidos aún creen que the triumph of the shareholder-oriented model se encuentra now assured...*”³⁵⁶. Véase no obstante, que el mismo *Hopt* precisa que

³⁵⁴ HOPT, Klaus J. Op.cit. P. 98.

³⁵⁵ Idem. P. 101-102

³⁵⁶ Idem. P. 103.

en Alemania los economistas piensan distinto: “...*Para ellos ambos enfoques podrían tener ventajas cuando han sido diseñados en forma coherente con el GC interno y externo, pero también perciben las desventajas de la débil contundencia y flexibilidad del enfoque Stakeholder...*”³⁵⁷. Nosotros creemos, como ya apuntamos antes y en este mismo sentido, que si es posible que la regulación proteja a todos los integrantes de la empresa bajo las teorías del *Equipo de Producción* y el *Nexo Contractual*. Es posible tener un modelo de negocios en el que la empresa sirva a todos sus constituyentes en la medida en que cada grupo del equipo productivo aporta algo a su constitución, desarrollo y marcha económica y financiera, y es posible conciliar el Modelo de Eficiencia con el de *RSE*³⁵⁸. Por tanto, en la línea de lo que plantean los economistas alemanes, consideramos que los intereses de los accionistas y los demás grupos constituyentes no son opuestos, sino contrariamente, conforman intereses coincidentes y alineados. En consecuencia, si la regulación es coherente con lo dicho, el directorio, la gerencia y los funcionarios quienes toman decisiones sobre la empresa, deben salvaguardar primero el interés de la empresa, en la medida que ésta represente el interés del equipo de producción, debiendo poner en balance el efecto de sus decisiones sobre todos los grupos que conforman el equipo de producción, y luego distribuir los beneficios, de acuerdo al Modelo de Eficiencia, fundado en la Teoría del Riesgo.

Coincidentemente con nuestra hipótesis, *Hopt* señala que en Alemania, de acuerdo al AktG, el directorio dirige la empresa bajo su propia responsabilidad y eso supone de acuerdo a la opinión mayoritaria de la doctrina, una gestión a favor del mejor interés de ésta y no solo a favor del interés de los accionistas, según lo dispone el artículo 75 del AktG, cuya

³⁵⁷ Ibidem.

³⁵⁸ Véase sobre este extremo el paso del Modelo de Eficiencia al de *RSE* del primer capítulo.

fórmula explícita fue incluida en el Código en el 2009³⁵⁹. Apunta *Hopt*, la doctrina más reciente ha criticado esta norma con justa razón, dado que no ha sido posible concretar ni el portador ni el contenido del concepto de “*interés de la empresa*”, generando como consecuencia dificultad para medir el desempeño del directorio. Por ello, termina afirmando que “...*la opción del mejor interés de los accionistas, como aquellos que son los ultimate riskbearers, parece ser la mejor opción regulatoria, siempre que los intereses de los stakeholders sean adecuadamente tomados en cuenta de otra manera (por ejemplo a través del derecho laboral)*”³⁶⁰.

3.6.3 Regulación según Modalidades de Directorios

Pueden existir directorios con estructura única (“*one-tier board of firectors*”), como en Estados Unidos, Inglaterra y Suiza, o doble (“*two-tier board*”), como el caso de Alemania, en los cuales, además, del directorio existe el Consejo de Vigilancia. En estos últimos, la independencia de los directores se concentra más en los miembros del Consejo de Vigilancia, dado que sin perder su papel de asesoría al directorio, ejercen la función de supervisión de sus actividades, la gerencia y los funcionarios corporativos. Otro factor clave de la regulación en estos casos, consiste en asegurar el flujo de información que debe existir entre el directorio y el Consejo de Vigilancia, dado que la información operativa de la empresa recae en el directorio. *Hopt* señala que considerando la existencia de estos dos modelos de directorio, es importante que el legislador no prescriba por uno u otro modelo como obligatorio, sino

³⁵⁹ Idem. Ps-103-104

³⁶⁰ Ibidem.P.104.

brindar la posibilidad a las empresas de elegir entre dos o más modelos, como es el caso de Francia, Bélgica, Italia y Dinamarca³⁶¹.

3.7 Conclusión

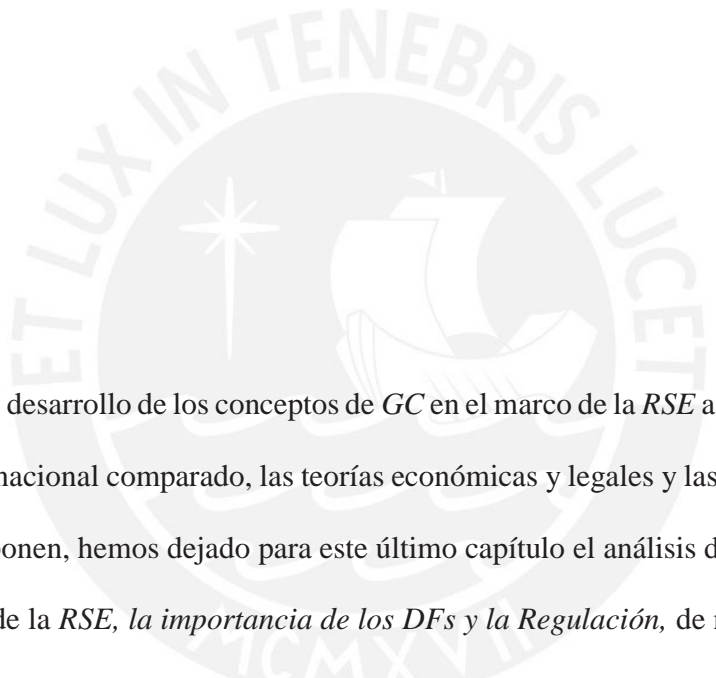
La regulación del sistema de dirección y control de empresas proviene de diversas fuentes, entre ellas, de las empresas y el propio mercado, además, de aquellas fuentes tradicionales que surgen desde el estado, ya sea a través de las agencias federales o diversas agencias estatales, competitivas o no y a través de los fallos judiciales. La empresa y el mercado regulan el sistema a través del descuento de precios y el cambio de control, cuando no, a través de la auto-regulación y el *Soft Law*. Las agencias estatales compiten entre ellas en la atracción de capitales. Las fuentes judiciales, por su parte, son muy importantes poderosas y necesarias en la conformación de los *DFs* cuyo empleo favorece el *GC* y la reducción de las brechas principal-agente, liderados por los estándares emanados de Delaware. Lo dicho comprueba que las fuentes privadas pueden cooperar con las fuentes estatales de regulación, y que la empresa, el mercado y el estado pueden ir de la mano en la regulación y el fortalecimiento del *GC* y la *RSE*, promoviendo la confianza y el interés de los inversionistas, previniendo el fraude, alimentando la participación de todos sus constituyentes y promoviendo el crecimiento económico y social. Nuestra postura coincide con esta multiplicidad de fuentes regulatorias, cuya viabilidad mejora con el tipo “*Cumple y Explica*” o “*Cumple o “Explica una Alternativa” del Soft Law*.”

³⁶¹ HOPT, Klaus J. Op. cit P.108.

CAPITULO CUARTO

**GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL DE
LAS EMPRESAS EN EL PERÚ**





Luego del desarrollo de los conceptos de *GC* en el marco de la *RSE* a nivel del derecho corporativo internacional comparado, las teorías económicas y legales y las prácticas que los sustentan y componen, hemos dejado para este último capítulo el análisis de la situación del *GC* en el marco de la *RSE*, *la importancia de los DFs* y *la Regulación*, de nuestro país, con la idea de comprobar y contrastar nuestra gobernanza y *RSE* con la fuente internacional en la cual se funda, con el objeto de mejorar su entendimiento y aplicación local. Debemos señalar que este análisis, se realizará empleando las teorías económicas y legales, desplegadas a través de la tesis, como el Análisis Económico del Derecho, la Teoría de las Corporaciones, los conceptos de *GC* y *RSE*, *DFs* y la Regulación.

4.1 Gobierno Corporativo

4.1.1 El Entorno Latinoamericano

Según el *White Paper para Latinoamérica (“WPL”)*³⁶², nuestra región comparte varias características comunes que influyen las respuestas del sector corporativo y desafíos del GC, que es importante rescatar, entre ellas:

- Privatización: Adoptada por los países de la región en los últimos años de los 80s y acelerada en los 90s, que marcó un cambio la división de responsabilidades entre el sector estatal y el privado, generando el consenso de que el sector privado es el que provee de bienes y servicios al mercado. Sin embargo, la privatización no ha logrado el desarrollo de mercado de capitales robustos y profundos con menores costos de capital.
- Concentración de la propiedad, el control y la necesidad de capital: Las empresas listadas en bolsa en Latinoamérica continúan caracterizándose por el alto grado de concentración de propiedad de las acciones. Las grandes empresas listadas son aún controladas por grupos familiares. Como en gran parte del resto del mundo, el control familiar se mantiene como la norma de las empresas pequeñas y medianas no listadas de la región.
- Importancia de los grupos industriales: El rol que juegan los grupos industriales e industriales financieros se halla sumamente documentado. La característica clave de estos grupos son la propiedad y el control común de grandes empresas en diversas industrias, que realizan transacciones intra-grupales, sino de control común, entre empresas industriales y

³⁶² OECD. White Paper on Corporate Governance for Latin America. 2003.Pg.5. Desarrollado a través de las rondas de Sao Paulo (abril del 2000), Buenos Aires (marzo del 2001), Ciudad de México (abril del 2002) y Santiago de Chile (Mayo del 2003), y que fuera organizado por la OECD, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y líderes del sector estatal y privado incluyendo legisladores, reguladores, líderes corporativos, inversionistas, organizaciones laborales, organizaciones no gubernamentales y organismos multilaterales con interés y *expertise* en área, con la financiación del Forum Global de Gobierno Corporativo

financieras, que internalizan el mercado de capitales, relegando a empresas pequeñas y medianas.

- Reestructuración de los sistemas bancarios: La estructura de los sistemas financieros domésticos ha cambiado dramáticamente en los últimos años en los países más importantes de la región. La propiedad estatal ha declinado, y en algunos países los bancos internacionales han reemplazado instituciones domésticamente controladas que estuvieran alguna vez vinculadas a grupos industriales locales, al mismo tiempo que intermediarios especializados juegan un rol más importante. Este desarrollo ha traído consigo la expansión de una cultura de crédito más moderna y mayor competencia entre los recursos de crédito a la vez que más firmas que compitan en el financiamiento de mercados públicos y privados.

- Regionalización, internacionalización, y la importancia de empresas multinacionales: La región siempre ha mantenido lazos económicos importantes con América del Norte, Europa y Asia. Las empresas multinacionales mantienen una presencia importante en América Latina. Al mismo tiempo, se ha venido desarrollando un proceso de integración fronteriza y la creación de grupos sub-regionales como el Nafta (USMCA), Mila, Mercosur, la CAN, entre otros, que devienen en proceso general de regionalización e internacionalización, que ha acarreado consolidaciones y cambios de control en sectores como la energía, telecomunicaciones, servicios públicos e instituciones financieras. Esta situación ha generado la salida de algunas de las mayores empresas domésticas de las bolsas locales e internacionales y la adopción de subsidiarias locales de empresas multinacionales con modelos de gobierno híbridos que incorporan elementos de la tradición y práctica del país anfitrión y del país de la matriz.

- Mercado de Capitales limitados y Creciente Importancia de Listados en Bolsas Extranjeras: La creciente internacionalización de la industria y las finanzas en América

Latina ha causado la disminución en el listamiento y deslistamiento de las empresas en los mercados domésticos, al mismo tiempo que las empresas más grandes de la región han ingresado a los mercados de certificados de depósitos en Nueva York, debiendo adoptar para sí, las reglas y prácticas de *GC* y *RSE* con la finalidad de poder captar capital y mantener adecuados niveles de liquidez de los valores emitidos. Como resultado de los problemas de *GC/RSE* de las empresas listadas en los Estados Unidos, los legisladores, la comisión de valores y las bolsas de valores de ese país han incluido expresamente a los emisores extranjeros dentro de los alcances de la SOX, que hace que las empresas latinoamericanas tengan que adaptarse a dichos estándares. La tendencia de las grandes empresas a listados extranjeros ha puesto en cuestión el aporte de las bolsas locales a sus economías, viéndose en la necesidad de desarrollar nuevas estrategias para mitigar este cambio, a empresas más pequeñas que se sirven de las bolsas locales. Estas estrategias han generado cambios en los estándares de listado y la contribución de las bolsas nacionales al desarrollo de códigos voluntarios de mejores prácticas de protección de los accionistas y buenas prácticas de *GC* y *RSE*.

- Sistemas privados de pensiones obligatorios: Los fondos privados de pensiones domésticos de la región típicamente constituyen los inversionistas privados de mayor peso. El grado en que los administradores de los fondos de pensiones promueven la transparencia y *GC* con *RSE* como parte de su mandato de maximizar el retorno, constituye un importante determinante de las mejoras de en *GC* y *RSE*, conjuntamente con las políticas regulatorias. El rol de los fondos de pensiones se viene cuestionando.

- Patrones de Tradiciones legales y cumplimiento: Los países de América Latina comparten un origen común legal - la tradición de la codificación civil europea, con similitud legal y judicial que se extiende a las políticas de cumplimiento de la ley y los contratos - con

una mayor influencia del derecho angloamericano fundamentalmente en la parte comercial y financiera. En general, la incidencia del litigio civil es menor que en los patrones europeos y norteamericanos. Mecanismos de resolución de conflictos, como el arbitraje obligatorio, son comparativamente nuevos.

Tenemos, entonces, un entorno latinoamericano en el que la privatización e internacionalización de las economías, conjuntamente con otros cambios estructurales desarrollados a partir de los ochentas y noventas, ha insertado un mayor grado de inversión, alianzas y competencia de los grupos locales con empresas multinacionales, generando un mayor dinamismo del sector empresarial y financiero, en el que características como la concentración de la propiedad y los patrones tradicionales de cumplimiento deben competir y adaptarse con el entorno internacional, que en general vienen presionando la implementación de mejores práctica de GC, gestión social y gestión ambiental (*RSE/ASG*).

El interés por los *BRICs*³⁶³ en América Latina se ha canalizado principalmente a través de Brasil, Colombia, Chile y México, que son los países de la región que han recibido la mayor cantidad de inversión extranjera en los últimos años³⁶⁴, pero en general se ha desatado una gran competencia por la atracción de inversionistas entre ellos. Tres de estos países, comparten con el Perú, el *Mila*, el Mercado Integrado Latinoamericano³⁶⁵, que hace apenas unos años viene logrando la integración de sus bolsas de valores de valores³⁶⁶.

Factores tales como el riesgo país, la estabilidad política y macroeconómica, la regulación económica, la capacidad de *enforcement*, los niveles de corrupción, entre otros,

³⁶³ Término originariamente referido a Brasil, Rusia, India y China, pero que se ha extendido en general a las economías emergentes),

³⁶⁴ ZEGERS R-T, Matías R-T, CONSIGLIO N., Josefina. En Investigaciones y Publicaciones 2013 (V). Gobierno Corporativo en América Latina: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Centro de Gobierno Corporativo.2013. P.5.

³⁶⁵ Chile, Colombia, México y Perú.

³⁶⁶ Aunque relativamente.

tienen relevancia al momento de decidir en qué mercado invertir, en cuyo contexto, *GC* y *RSE*, su desarrollo y regulación, se ha convertido en un factor relevante de análisis para los inversionistas³⁶⁷, más aún si como se desprende de las características anotadas, los mercados latinoamericanos que se caracterizan por tener altamente concentrada la propiedad de sus empresas, se distinguen de lo que ocurre en empresas americanas o inglesas donde la regla es la dispersión y atomización de la propiedad accionaria³⁶⁸.

En el escenario de nuestra región, consiguientemente, el “*Problema de Agencia*”, si bien se presenta entre los accionistas y los administradores de la sociedad (i.e. el directorio y la gerencia) como puede pasar en las economías con accionariado disperso, se presenta con mayor frecuencia entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (pasivos entre ellos), dado que los mayoritarios que son pocos, controlan la sociedad y a diferencia de los mercados dispersos, si tienen los incentivos y medios para monitorear la gestión de la empresa. De esta manera, los minoritarios pueden verse afectados por los abusos de los mayoritarios quienes pueden extraer los beneficios de la compañía a expensas de los minoritarios, situación conocida como el “*Problema de Expropiación*”³⁶⁹ y que se pueden dar en transacciones con partes relacionadas o cuando el accionista mayoritario se apropia de las oportunidades de negocios de las subsidiarias y/o afiliadas.

Según el *Centro*, en países como *Brasil, Mexico, Chile* y *Colombia*, cuyos sistemas legales derivan del derecho francés, existe una inadecuada protección de los accionistas minoritarios, que incrementa el riesgo de expropiación y la concentración de propiedad, a diferencia de países que se alimentan del *common law*, condición que, sin embargo, viene

³⁶⁷ ZEGERS R-T, Matias, CONSIGLIO N., Josefina. Op.cit. P.5.

³⁶⁸ Idem. Ps. 5 y 6.

³⁶⁹ Ibidem. P.6.

cambiando en las últimas décadas, tomando como inspiración la legislación anglosajona a través de las regulaciones OCDE. El tratamiento de *GC* y *RSE* en América Latina se ha realizado por medio de diferentes mecanismos y actores: En algunos países, mediante leyes y regulación de organismos estatales, aun cuando las bolsas de valores, como Bovespa en Brasil, han permitido mejorar los estándares de *GC*. También ha sido relevante la participación de otras entidades privadas que han promovido la implementación de Códigos de *BGC*, siguiendo el *Informe Cadbury*. En el lado de la *RSE*, ocurre un fenómeno similar con mayor acento considerando los efectos del cambio climático. Importante citar aquí el rol del Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo 2013 de la Corporación Andina de Fomento, por la influencia de este código en la región andina.

En el caso de Brasil, probablemente el más concentrado de la región, no solo en cuanto a propiedad sino a control de las empresas, el empleo de estructuras piramidales y diferentes clases de acciones, si bien se han implementado importantes reformas de *GC* principalmente promocionadas por Bovespa³⁷⁰ y el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*, su sistema legal permite que una familia controle una empresa con solo pequeños porcentajes de su propiedad³⁷¹. Su sistema legal de *GC* se halla regulado principalmente por la Ley de Sociedades, Ley 6404, de corte francés, y la Ley del Mercado de Valores, Ley 6385, más bien de cierta influencia del *common law*. Según informa el Centro de Gobierno Corporativo, ambas normas han sido objeto de importantes reformas. La primera de ellas fue realizada en 1997, que redujo de manera considerable los derechos de los accionistas minoritarios, permitiendo que en los casos de transferencia de control, se eliminara la exigencia de realizar una oferta obligatoria de adquisición para todas las acciones

³⁷⁰ Bolsa de Valores de Sao Paulo.

³⁷¹ ZEGERS R-T, Matías, CONSIGLIO N., Josefina. Op. cit. P.17.

con derecho a voto al mismo precio que las acciones del bloque controlador, acarreado como consecuencia que los accionistas mayoritarios puedan vender sus paquetes accionarios al mejor precio, sin que fuera necesario que la oferta de adquisición se extendiera a las acciones de propiedad de los minoritarios. La segunda reforma fue realizada en el 2001, mediante la Ley 10303/01, con el propósito de contrarrestar la reforma anterior, teniendo como finalidad fortalecer el mercado de capitales mediante el incremento de normas de protección del accionista minoritario y mejorar los estándares de divulgación de la información.

México, por su parte, se halla en la Segunda Revisión publicada en abril del 2010, del Código de Mejores Prácticas Corporativas de 1999, revisada primeramente en el 2006, que se caracteriza por ser un código de adhesión voluntaria. Establece entre los principios básicos del *BGC*, la responsabilidad fiduciaria del Consejo de Administración y la declaración de principios de ética y la *RSE*. La *RSE* la define como el equilibrio entre los objetivos de la empresa y los intereses de la comunidad. Recoge, entre los principios, el trato igualitario de todos los accionistas, la existencia de terceros interesados en el buen desempeño, la estabilidad y la permanencia de la empresa, la emisión y revelación responsable de información, así como la transparencia en la información, entre otros³⁷².

Según informa el Centro de Gobierno Corporativo, México se caracteriza por tener el mercado de más alta concentración de la propiedad y control de las empresas en Latinoamérica, que en su mayoría se encuentran en manos familiares³⁷³. Los mecanismos empleados para lograr el control de las empresas son estructuras piramidales con emisiones de acciones sin derecho a voto o voto limitado, conjuntamente con la tenencia cruzada de

³⁷² CONSEJO COORDINADOR EMPRESARIAL. Código de Mejores Prácticas Corporativas. México, 2010. P. 10.

³⁷³ ZEGERS R-T, Matías CONSIGLIO Josefina N. Op.cit. P. 27.

acciones de diferentes compañías de un mismo grupo³⁷⁴. Los grupos familiares, a su vez, utilizan el control para la designación de integrantes de la administración, por lo que se encuentran normalmente integradas por miembros de la familia de la empresa controlada o por personas con vínculos de amistad u otros, lo cual disminuye el nivel de independencia de los administradores creando un factor de riesgo que genera diferencias entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios³⁷⁵. Según el Centro, el marco regulatorio de *GC* en México, se encuentra además regulado por la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM), La Ley de Mercado de Valores (LMV) y la Ley de Concursos Mercantiles, entre otros. Las acciones son de igual valor y confieren iguales derechos, sin embargo, se autorizan acciones con distintos derechos que por lo general tienen derechos de preferencia en el pago de dividendos. Las sociedades anónimas bursátiles son administradas por el Consejo de Administración y un director general, cuyos cargos son temporales y revocables. La nueva LMV establece que al menos un 25% de los consejeros debe ser independiente y permite el establecimiento de comités de auditoría. No obstante, estos esfuerzos de México, el mercado bursátil no se ha desarrollado de la forma esperada y siguen existiendo falencias en la protección de los accionistas minoritarios. El efecto de las modificaciones de la LMV ha sido escaso y el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código de Mejores Prácticas Corporativas no se encuentra generalmente asociado al desempeño de las empresas o en la transparencia de sus reportes financieros³⁷⁶.

Colombia, por su parte, sumándose a los esfuerzos de elevar los estándares de *GC* de las compañías locales, en el 2001 expidió la Resolución 275 de la Superintendencia de

³⁷⁴ Ibidem.

³⁷⁵ Ibidem.

³⁷⁶ Idem. P.34.

Valores y luego la Ley 964 de carácter obligatorio y coincidiendo, además, con lo planteado en esta investigación y siguiendo una corriente mundial importante, ha extendido sus alcances a empresas privadas que no cotizan en bolsa y que forman parte de estructuras de grandes bloques accionistas mayoritarios y familiares, lo cual, ciertamente nos parece sumamente acertado no sólo por su alcance sino por su enfoque mayoritario y familiar que caracteriza a Colombia. Aquí ya hemos afirmado antes que las normas de *GC* pueden alcanzar en su contexto a la mediana y pequeña empresa, así como a las empresas estatales, y también hemos descrito la estructura familiar y de grandes bloques mayoritarios que caracteriza la región y, por cierto, nuestro mercado. La Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades Cerradas y de Familia³⁷⁷ del 2009, se prepara bajo la palpable realidad de las empresas colombianas. Según la información proporcionada por la Guía, mientras que al 2009 en Colombia existían 239 sociedades cotizadas en bolsa, la Superintendencia de Sociedades de ese país reportó la existencia de 22,500 sociedades cerradas y alrededor de 160,000 sociedades constituidas, una realidad no muy lejana a nuestro país y Latinoamérica y diríamos, al mundo entero.

Téngase presente, igualmente que la concentración de la propiedad es también una característica y dificultad de las empresas colombianas, con mayoría de accionistas que forman parte de grupos económicos, que en sus inicios fueron grupos familiares y con una alta tendencia a una mayor concentración³⁷⁸.

Las principales normas que rigen el *GC* en Chile de manera general son la LMV, 18045, y la Ley 18046 de Sociedades Anónimas (LSA) y su reglamento (Decreto Supremo

³⁷⁷ SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES, CÁMARA DE COMERCIO DE BOGOTÁ Y CONFECÁMARAS. Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia., 2009.

³⁷⁸ ZEGERS R-T, Matías, CONSIGLIO N., Josefina. Op. Cit. Ps. 34-35.

de Hacienda 702 del 2011). Específicamente, Chile ha promulgado algunas normas que caben comentar. En primer lugar, la Ley de GC, Ley 20382, que ha modificado la LMV y LSA mejorando los estándares de GC, alineándose con los principios de OECD, con el objeto de ser incorporado como miembro de esta importantísima institución y que además como ya sabemos, ha jugado un rol sustancial en la implementación de las normas de GC en la región y alrededor del mundo³⁷⁹. Según anota el Centro de Gobierno Corporativo, el derecho a voto se rige bajo la regla “*una acción, un voto*”, teniendo como regla general la mayoría absoluta o super mayoría y la redención por desacuerdo. El directorio chileno se caracteriza por ser unitario y se halla sujeto a las reglas de información, cuidado, reserva y lealtad. Importante norma es que los directores se deben a la sociedad, siguiendo la regla de la Teoría Moderna de las Corporaciones, y no a los accionistas que los eligieron. Sólo cierto tipo de sociedades anónimas, aquellas que cuentan con una gran capitalización bursátil y que al menos el 12.5% de sus acciones se encuentren en manos de accionistas minoritarios, debe contar con un comité de directores, conocido como comité de auditoría, que debe contar con al menos con un director independiente (sin vínculos con el accionista o grupo controlador). Los accionistas minoritarios se hallan protegidos por las normas de información al público, regulación con partes vinculadas y la independencia de los directores. Se fomenta la auto regulación y la aplicación de normas de GC se rige por el principio “*Cumpla o Explique*”, debiendo informar las empresas obligadas cada 31 de diciembre del año anterior si han adoptado o no prácticas sobre (a) funcionamiento del directorio, (b) la relación de la sociedad, los accionistas y el público en general, (c) sustitución y compensación de ejecutivos, (d)

³⁷⁹ Idem.P.11.

definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control y gestión de riesgo de las empresas y (d) otras prácticas adoptadas por la sociedad³⁸⁰.

4.1.2 Gobierno Corporativo en el Perú

En líneas generales, nuestras empresas y economía comparten mucho de los rasgos descritos por el *WPL* y de sus principales socios comerciales en la región. En este sentido, a partir de 1990, aproximadamente, con la estabilización y reinserción de nuestro país en la economía internacional y bajo las pautas del *Consenso de Washington*, se ha podido verificar una economía relativamente estable, en el contexto de una economía social de mercado y democracia institucional de estado de derecho (*Rule of Law*), con ciertos rasgos de intervención estatal selectiva que afecta la regulación de la empresa y el mercado, con un gran desafío por delante en relación con la informalidad empresarial y laboral, que ciertamente compromete el *GC* y la *RSE* en su conjunto, pero que desde cuya estación, se puede contribuir a la formalización a través de sistemas de “brazos largos”³⁸¹. Compartimos con muchos países latinoamericanos los rasgos ya descritos del entorno, entre ellos, la competencia por la atracción de capitales, a través de las privatizaciones, hoy con mayor énfasis en concesiones y asociaciones público privadas, la participación de empresas multinacionales, un sistema privado de pensiones obligatorio que ayuda en la formación de capital interno, pero también de capitales limitados y concentración de la propiedad de las acciones³⁸². Es importante precisar, no obstante, que alguno de las características

³⁸⁰ Idem. P.15.

³⁸¹ *GC* y *RSE* corporativo se puede y debe extender a la cadena de suministro de las empresas grandes y medianas hacia la pequeñas y microempresas, acompañándola de la cadena de valor que ello conlleva como capacitación y financiamiento que complemente la gestión social y medio ambiental. A esta forma de trasladar el *GC* y la *RSE*, le denominamos “brazos largos”. Véase más adelante.

³⁸² BOZA DIBOS, Beatriz. El buen gobierno corporativo si paga, y bien. Voces y Opiniones.SEMANA ECONOMICA. Edición del 03 de julio del 2019. Boza señala que el estudio del Profesor Carlos Casas arroja

mencionadas, se han ido deteriorando en los últimos años, sobre todo a partir de la pandemia del 2020, en los que se han visto afectados la inversión, el empleo, el ahorro público y privado, así como la democracia y las instituciones del estado en el marco de escenarios de corrupción y gestión deficiente de los recursos provenientes de la actividad empresarial y privada. Esto último ha llevado al país a una crisis económica, política y social, en el que el rol de la empresa, el mercado y el estado en la economía y en la sociedad se han venido cuestionando, a nuestro juicio negativamente, en el afán de proponer cambios estructurales de corte socialista como el regreso del estado a la producción de bienes y servicios, la estatización y nacionalización de empresas de minería y energía, la desaparición o recorte de los fondos privados de pensiones, entre otras propuestas y, en general, el desencadenamiento de un escenario negativo a la inversión pública, privada nacional e internacional, creando un marco de incertidumbre y desconfianza transversal al desarrollo económico y social del país.

En este escenario, coincidimos con *Payet*³⁸³, con que, para nuestra legislación el concepto de *GC* no es novedoso, por lo menos en el campo legal, dado que tenemos una regulación de control y dirección de empresas desde los albores del siglo pasado con el Código de Comercio de 1902, aunque no es claro lo que entendemos por este concepto y su regulación.

Si bien nuestro país no ha estado al margen de la corriente mundial y latinoamericana, con una versión revisada de *GC* en el 2013, una primera versión en el 2002 y un reciente reglamento publicado en el 2017 para el sector financiero, normas, sin duda muy importantes, *GC* y la *RSE*, en la práctica parecieran más bien confinado que el a la gran empresa listadas

que el 67% de las empresas del índice S&P/BVL tienen grupos accionariales que controlan el 67% de las acciones.

³⁸³ PAYET, Jose Antonio. Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de Minorías. Themis 46. Revista de Derecho.

en bolsa con algunos vacíos, aunque despertando y extendiéndose a la mediana empresa, en gran parte empresas familiares y con gran concentración del accionariado, poco a poco, que es donde se concentra mucho del foco de gobernanza y responsabilidad social, con el que coincidimos.

Veamos el tratamiento en nuestro medio sobre el desarrollo de los conceptos, según el análisis que seguimos en nuestra investigación.

4.1.2.1 Teoría de las Corporaciones en el Perú

A la luz de lo visto en esta investigación, no queda claro la teoría corporativa que define legal y económicamente a la empresa - o su equivalente jurídico las sociedades o la sociedad anónima de nuestro ordenamiento - en nuestro país, en términos, digamos de la Teoría de las Corporaciones que constituye la fuente doctrinaria de las normas de *GC* a nivel global. Esto es, dicho en otras palabras, no queda claro si concebimos a nuestras empresas como una criatura del estado, un conjunto de activos de propiedad de los accionistas, un *nexus-of contractus* o un equipo de producción, entre otras teorías de las corporaciones que hemos visto, en términos, por ejemplo, de una visión monista (*Shareholder Paradigm*) o pluralista (*Stakeholder Paradigm*) de la empresa.

A nuestro modo de ver, si bien el artículo primero de la Ley General de Sociedades (LGS) señala que quienes constituyen una sociedad convienen en aportar bienes o servicios para el ejercicio en común de actividades económicas, no queda claro si guarda silencio o no sobre su naturaleza jurídica o económica, dado que aun cuando se refiere al acto constitutivo como un contrato entre los socios fundadores con el objeto de realizar una actividad

económica, no define de manera puntual su naturaleza jurídica ni económica³⁸⁴. Ciertamente, sin embargo, que la LGS, si parece anunciar su carácter contractual al referirse al acuerdo entre los socios, aunque con una tesis distinta a la *Teoría del Nexus-of-Contractus*, dado que, según ésta, recordemos, el nexo contractual abarca a todos los constituyentes empresariales y no solo a los socios, accionistas o fundadores, como apunta nuestra LGS y la tendencia de la doctrina nacional.

Enrique Elías Laroza parece convenir en parte con la idea de que, en nuestro ordenamiento, la sociedad es jurídicamente un contrato, señalando que son innegables los elementos contractuales que existen en la sociedad, tanto durante su vida corporativa, pero principalmente al momento del acto constitutivo. Sobre su concepción, sin embargo, el profesor Elías Laroza señala que existen enormes discrepancias en la doctrina que recogen posiciones que van desde un contrato, una institución, un negocio social, un acto complejo, un acto colectivo hasta otras posiciones muy discutidas, por lo que a su criterio, la LGS hizo bien en no tomar posición, guardando silencio sobre el particular³⁸⁵. El rasgo esencial de la posición de Elías Laroza, no obstante, la podemos encontrar en su definición de sociedad anónima a la que concibe como una sociedad eminentemente de capitales³⁸⁶, que se funda en el aporte de los socios fundadores y que circunscribe la marcha empresarial al dominio de los socios y en general del capital, concepción que no advierte la importancia del equipo de producción y el valor de los aportes de los demás constituyentes empresariales, como lo son el aporte de los trabajadores, que proveen el capital y talento humano, los proveedores que

³⁸⁴ Sobre este particular, no notamos mayores cambios en el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades publicado el 27 de mayo del 2021.

³⁸⁵ ELÍAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano La Ley General de Sociedades del Perú. Editora Normas Legales S.A.C. Ps. 6 y 7.

³⁸⁶ Idem. P. 108.

aportan insumos, el capital mismo que puede ser aportado por los bancos y acreedores, las comunidades que aportan diversos factores de la producción que confluyen en la actividad empresarial, entre otros, constituyentes empresariales.

De otra parte, en línea similar, consta en el diario de debates de la Comisión Permanente del 06 de octubre de 1997 sobre la reforma de la LGS, que Enrique Normand Sparks, presidente de la comisión revisora, quiso imprimir el concepto de contrato e institución a la sociedad en el marco de la nueva LGS aunque de una manera singular: “...*El señor NORMAND SPARKS.— Voy a separar el tema en dos aspectos. De un lado, de acuerdo con la doctrina moderna del derecho societario, la sociedad nace como un contrato. En su etapa formativa es un contrato. Pero una vez nacida la sociedad deja de ser contrato para convertirse en una institución, por tanto, ya no se regula por las reglas contractuales. En un contrato no se presenta la institución con la cual ustedes están tan familiarizados: la asamblea democrática. En un contrato, la mayoría no puede aumentar la merced conductiva que se debe pagar de acuerdo a sus términos; en las sociedades, sí, porque éstas se rigen por el régimen de la asamblea democrática, y las mayorías toman decisiones que las minorías deben acatarlas dentro de la vida societaria. Éste es el quid que ha determinado que la doctrina más moderna sostenga que la etapa contractual de las sociedades cesa una vez formada la sociedad. O sea que estamos frente a la sociedad como un ente, como una institución, que funciona con otras reglas...*”³⁸⁷. La concepción de Normand señala que la sociedad es un contrato solo en su parte formativa, aunque circunscrito a los socios que la fundan. Luego la sociedad se convierte en una institución que no obedece a las reglas contractuales, es decir, se convierte en una organización que se norma por reglas distintas a

³⁸⁷ NORMAND SPARKS, Enrique. Diario de Debates de la Comisión Permanente del 06 de octubre de 1997. Congreso de la República del Perú.

las de un contrato. Esta concepción si bien advierte el carácter contractual e institucional del concepto de sociedad (empresa), pareciera agotarse exclusivamente en los socios que la fundan, sin atender a la noción de empresa como equipo de producción, como una organización de la producción, que se sostiene en un nexo permanente contractual durante toda la vida empresarial y entre todos sus constituyentes, que es lo que le confiere su carácter institucional. Aquellos constituyentes que se van adhiriendo con posterioridad a la empresa, se irán vinculando a través del nexo contractual.

Ulises Montoya Manfredi por su parte, distingue dos planos en la concepción de empresa. Económicamente, la concibe como la organización de los factores de la producción, capital y trabajo con el fin de obtener una utilidad. Jurídicamente, la concibe como una persona jurídica autónoma diferente del empresario que la crea, quien es su titular y al mismo tiempo su servidor. Su capacidad jurídica es sostén a la vez de la organización del capital y trabajo³⁸⁸. No muy lejos de estas posiciones, se encuentra Ricardo Beaumont Callirgos quien define a la sociedad como la reunión de capitales con fines de una actividad económica y con propósitos lucrativos³⁸⁹. Estas últimas propuestas circunscriben a la empresa a una sociedad de capitales con simples fines lucrativos y descuidan su rol de producción, de tejido económico y social, su carácter de vehículo de desarrollo económico y, por tanto, social (socio económico).

Siguiendo el orden de ideas propuesto, podemos observar que en efecto, como señala Enrique Elías, si bien la LGS no asume una posición clara sobre la concepción de la empresa, calza más con la Teoría de la Propiedad Privada en consecuencia con la teoría de derechos

³⁸⁸ MANFREDI MONTOYA, Ulises. Derecho Comercial. Tomo 1. Parte General Empresas Comerciantes Sociedades. Tomo I. Séptima Edición 1986. Ps. 101-121.

³⁸⁹ BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. Derecho Comercial y Reestructuración Empresarial. Editorial Alternativas. 1994. Ps. 16, 35, 36 y 37.

reales de nuestro Código Civil³⁹⁰, dado que en la medida que la sociedad (empresa) es concebida como un contrato entre los socios, que se agota entre ellos y que en la medida que éstos aportan los recursos económicos para la marcha empresarial, los socios son los propietarios - privados - de los activos empresariales y, por tanto, propietarios de la empresa, rasgo normativo y doctrinario que apuesta por la primacía del *Paradigma del Accionista*, como parecen sostener Elías y Beaumont, y parcialmente Normand y Montoya como ya advertimos. Sin embargo, esta originaria *primacía del accionista* se contrapone con lo dispuesto por el artículo 173 de la LGS, que establece que los directores se deben a toda la sociedad (sociedad como equivalente de empresa), noción más vinculada a la concepción de empresa como una organización independiente de los socios que la conforman y una entidad autónoma, vinculada a una concepción más pluralista, a la que también se adhieren Normand y Montoya aunque con los límites ya expresados y con poca claridad.

Elaboraciones contemporáneas más coincidentes con nuestra posición del concepto de empresa y sociedad, las podemos encontrar, por ejemplo, en los profesores Oswaldo Hundskopf y Walter Gutiérrez, aunque con ciertas distinciones. Para Hundskopf, advirtiendo la tendencia de nuestra LGS y la doctrina nacional de la prevalencia de la teoría contractualista limitada a los accionistas, la sociedad -anónima- es un contrato plurilateral y organizativo: *“plurilateral no solo por celebrarse por dos o más personas, sino también como consecuencia de múltiples relaciones jurídicas derivadas del contrato social, tales como las prestaciones y los derechos y deberes entre sus socios y la sociedad...; asimismo, es un contrato de organización, ya que de toda sociedad nace una organización jurídica*

³⁹⁰ Consideramos que la gran influencia del Derecho Civil en nuestra tradición jurídica y el reciente desarrollo profundo de nuestro mercado empresarial desde los 90s, aparece aún como un cuerpo normativo crítico para el análisis local del derecho aplicable a la empresa y que puede llevar a considerar a la empresa como un conjunto de activos de propiedad de los accionistas.

*integrada por sus órganos sociales sobre los que se apoya una organización jurídica y técnica. A través de la primera, y para su administración y gestión, la sociedad se vincula con terceros; y a través de la segunda, se organiza internamente para la consecución de su finalidad social...*³⁹¹. Si bien coincidimos con la plurilateralidad e institucionalidad de Hundskopf, dichas características las concibe en el seno de la organización formada por los accionistas, sin incluir explícitamente a los demás actores empresariales (*stakeholders*), obviando su característica esencial como célula de mercado que debe organizar eficientemente los factores de la producción -capital y trabajo-, no solo para producir rentablemente (*profit-seeking*/obtención de ganancias), sino para que esa organización pueda funcionar al interior de la célula de manera más rentable que aquella que se encuentra en el *mercado abierto o spot*³⁹², y, debe hacerlo, permanentemente a riesgo de desaparecer. Dicho en otras palabras, la empresa, el mercado y la sociedad deben organizarse de tal manera que el equipo de producción funcione y produzca de manera eficiente y rentable en el mercado, la cual abarca a todo el equipo que produce, no solo a los accionistas, sino a los trabajadores, la cadena de suministro y la cadena de distribución que se hallan en el mercado donde concretamente desarrolla su actividad económica cuidando la sostenibilidad social y ambiental. La plurilateralidad y la organización que proponemos nosotros es transversal a la empresa, a su actividad y al impacto de su actividad: un equipo de producción vinculado por un nexo contractual (*Nexus-of-Contractus*³⁹³), una organización de mercado que no solo incluye a los accionistas, sino a todo el equipo de producción. Por ello, Hundskopf anota con

³⁹¹ HUNDSKOPF EXEBIO, OSWALDO. La Sociedad Anónima Un Enfoque Teórico y Práctico. Gaceta Jurídica. Primera Edición 2016. Ps 30-31

³⁹² Véase su definición en el primer capítulo sobre el rol de la empresa. Véase, también, la Teoría del Nexus-of-Contractus.

³⁹³ Recordemos que esta concepción ve a la empresa como “una compleja relación de contratos explícitos e implícitos” en el mercado en el que derecho corporativo permite que “los participantes puedan seleccionar el arreglo óptimo que regule los diferentes riesgos y oportunidades involucradas en la economía

razón que el interés social corresponde a toda la sociedad y no solo a un grupo de accionistas³⁹⁴, aunque a diferencia de él, pensamos que muchas veces el interés social, debe preferirse por encima del interés de los socios y, trasladarse al interés de otros constituyentes empresariales, como por ejemplo, al del capital humano, los proveedores, los acreedores, los consumidores, el medio ambiente, las comunidades y/o la sociedad en general, situaciones que suceden muy a menudo a en la práctica empresarial contemporánea, en las que el directorio y las gerencias³⁹⁵ deben arbitrar y balancear por alguno o más intereses antes que el de los propios accionistas en búsqueda del interés social³⁹⁶ y la sostenibilidad de la empresa.

Por su parte, Gutiérrez, señala que el concepto que más perfila la existencia de una sociedad es la organización³⁹⁷. Seguidamente, sostiene que la sociedad surge de un contrato que crea una organización que jurídicamente también puede calificarse de un contrato y que la ley le reconoce personalidad jurídica, distinta de la de sus integrantes³⁹⁸. Mediante esta concepción, Gutiérrez reconoce de manera clara la naturaleza organizacional de la empresa

³⁹⁴ Idem. Ps 33-54. Hundskopf señala que el interés social se desprende de la misma LGS que distingue entre el interés de la sociedad, considerada como una entidad autónoma e independiente de sus socios y de los intereses de estos últimos, intereses que podrían coincidir o no con los de la sociedad. Sobre esto último, precisamos que es no es extraña la falta de coincidencia de los intereses de un socio o un grupo de socios con los intereses de la sociedad, fundamentalmente de inversionistas pasivos de corto plazo normalmente enfocados en dividendos, luchas internas por los votos, intereses políticos y/o de control corporativo como las tomas hostiles y las fusiones y adquisiciones, entre otros.

³⁹⁵ Aunque esta posición es más propia de la gran empresa, más aún cuando cotiza en bolsa y hay dispersión del accionariado. Sin embargo, la visión no pierde el sentido del equipo de producción aun a la mediana y la pequeña empresa, pues el socio-gerente o el gerente no debe perder de vista el intercambio del beneficio mutuo derivado de a producción.

³⁹⁶ Idem. Ps. 40-50. Hundskopf define al interés social como el fin perseguido por la sociedad según su objeto social, al cual han de subordinarse todos los socios, definición que conlleva cierto sesgo por el *Paradigma del Accionista*, aunque, finalmente, concluye con razón que si bien es correcto concebir el interés social como la maximización de beneficios de los socios, es más pertinente para el desarrollo y buen manejo de la sociedad, establecer un concepto amplio del interés social que responda tanto al interés común de los socios como a los intereses de terceros relacionados, lo cual permitirá a futuro el desenvolvimiento exitoso de la sociedad generando beneficios para los accionistas.

³⁹⁷ GUTIERREZ CAMACHO, WALTER. El Contrato de Sociedad. Tratado de Derecho Mercantil. Tomo I. Derecho Societario. Gaceta Jurídica. 2003. Pg, 50

³⁹⁸ Ibidem

y la sociedad, con la cual, coincidimos, aunque no señala de manera precisa que la organización comprende a todo el equipo de producción. Gutiérrez sostiene, adicionalmente, que la sociedad tiene una personalidad jurídica otorgada por la ley (*Teoría de la Concepción Estatal*), distinta de sus integrantes. De esto último, se desprende, desde nuestra perspectiva, que los intereses de la sociedad deben corresponder con aquellos de la empresa y, por tanto, al del equipo de producción en su conjunto, los cuales, deben dirigir, arbitrar y balancear el directorio.

A lo señalado en nuestro primer capítulo que la empresa es una institución económica y social³⁹⁹, nos parece igualmente apropiada la definición de empresa como una institución, de María Elena Guerra-Cerrón⁴⁰⁰, quien sostiene que la *sociedad* -su correlato legal- es una institución jurídica, por su complejidad organizacional, pero además por tener un sistema jurídico propio que debe ser entendido por su naturaleza económica y de mercado como una organización productiva, a partir de la cual, desde una perspectiva de 360 grados sobre la empresa, nos lleva a establecer que el vínculo económico y contractual recae en realidad, sobre todos los integrantes del equipo de producción y, por lo que, una adecuada gobernanza debe articular los intereses a favor de todos ellos en concordancia con los intereses propios de la empresa, de la economía y la sociedad en la que desarrolla su producción.

La concepción de la empresa como una institución económica y social, así como jurídica, es oportuno para proponer coincidentes con el análisis y planteamiento de nuestra tesis, que el sistema jurídico propio relativo a la empresa es el *Derecho Corporativo*, acepción internacional proveniente del derecho anglosajón y el common law: “*Corporate*

³⁹⁹ Véase en el primer capítulo, en la sección relativa al rol de la empresa en la sociedad.

⁴⁰⁰ GUERRA-CERRON, MARIA ELENA. Reglas Aplicables a Todas las Sociedades. Comentarios a la Ley General de Sociedades. Jurista Editores. Tomo 1. Julio 2020. P.31. Posición similar a la de Nomand Sparks.

Law” término que ha venido ganando espacio en nuestro medio en los últimos años⁴⁰¹ y que representa una evolución al de “*Derecho Empresarial*”, más local, quizás más *civil y/o civilista*, pero que desde los 90s, marca también una acepción más adecuada a aquella que incluía el derecho corporativo como *Derecho Societario y/o parte del Derecho Comercial*, que es importante distinguir y anotar: Derecho Corporativo debe entenderse desde dos ángulos: primero por sus fundamentos, el Derecho Corporativo es un término concebido en el marco del análisis “*Law & Economics*”, como ya señalamos, conocido en nuestro medio como el *Enfoque Económico del Derecho*, que funda su análisis del derecho en la teoría económica⁴⁰² y en la teoría general del *common-law*, enfocada en gran medida en relaciones derivadas del mercado y de la actividad corporativa en la economía y la sociedad; una segunda, relativa a la forma: el Derecho Corporativo si bien regula las relaciones empresariales, es un derecho que tiene a las empresas más sofisticadas del mercado (estas son las corporaciones o “*B*” o “*C*” *Corporations*” que son las que normalmente cotizan en bolsa) como su centro de investigación y regulación, pero además, porque el Derecho Corporativo, se distingue, hoy en día, de otros derechos del mercado y la economía, como por ejemplo, del *Derecho de Consumo* y del *Derecho Comercial*, que si bien son actividades que forman parte del mercado y de la actividad empresarial, son diferentes de la actividad fundamental de la empresa, que es la producción. Consideramos, además, que el cambio

⁴⁰¹ HUNDSKOPF EXCEBIO, OSWALDO. Un nuevo marco legal societario, empresarial o corporativo, y sus múltiples innovaciones. REVISTA DE ACTUALIDAD JURIDICA. Tomo 341. GACETA JURIDICA. 2022. Pg. 27. En este artículo, Hundskopf expresa la necesidad de que una nueva comisión revisora de la LGS, debe considerar la armonización del marco legal societario peruano o “*mejor aún del marco legal societario, empresarial o corporativo*” con el derecho anglosajón estadounidense y el de la Unión Europea en general y el Latinoamericano. Sobre esto último, consideramos que, por la enorme importancia del derecho anglosajón-estadounidense, gran parte de dicha armonización sino todo el derecho europeo y en general, mundial, es liderado por el *Corporate Law* de los Estados Unidos e inglés, situación que no es ajena a la práctica nacional en gran medida en campos como la energía, la minería, infraestructura y la producción, entre otros.

⁴⁰² La teoría económica se extiende muchas veces a las teorías financieras, contables, tributarias, industriales y tecnológicas, entre otros campos complementarios o afines a la economía.

denominación del “*Derecho Societario*” al “*Derecho Corporativo*” le haría bien a nuestro derecho, dado que calzaría muy bien con la nomenclatura internacional actual y, podría, ayudar a trasladar a la regulación empresarial, a aquella empleada en los mercados más profundos en los que las teorías económicas, financieras y contables, entre otras, definen el entorno meramente legal.

Dicho todo lo anterior, en nuestra opinión, en nuestro derecho conviven la visión monista y pluralista de las empresas, aquella pendularmente descrita por *William Allen* que advertimos que en el derecho comparado sirven de fuente al *GC*⁴⁰³, aunque nos hace falta entender con precisión y claridad que cuando hablamos de empresa, o sociedad, o sociedad anónima o cualquiera de las formas jurídicas que revista la empresa en el terreno local, hablamos de una organización compleja que alberga diversos constituyentes, además de los accionistas, los cuales conforman el equipo de producción, y que participan y/o deben participar equilibradamente en la producción de bienes y servicios a través del aporte de todos los miembros del equipo de producción vinculados por un nexo contractual, que tiene como fin no solamente la obtención de utilidades para los accionistas, sino el beneficio conjunto de la integridad de los miembros como un vehículo de desarrollo económico y social.

4.1.2.2 El Código de Buen Gobierno Corporativo del 2013 y su Reglamento

Las normas, regulaciones y prácticas de *BGC* en nuestro país se hallan en diversas cuerpos legales y regulatorios obligatorios y voluntarios (por ejemplo, también, al interior de las empresas), que nacen en la LGS donde se concentran gran parte de su cuerpo normativo, siguen por el Código de Buen Gobierno Corporativo (*CBGC*), las regulaciones de la

⁴⁰³ Ver sobre el particular en la sección sobre el Vínculo Teórico del Primer Capítulo.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP (SBS), en su caso, y se extienden en la codificación civil, penal, administrativa y en el marco general institucional del país, entre ellas las normas de solución de conflictos relativos al arbitraje, el litigio comercial y civil, así como el sistema legal peruano en su conjunto (Estado de Derecho). En estos cuerpos normativos navegan nuestras empresas desde su creación, capitalización, organización, cumplimiento legal y ético. Asimismo, diversos sectores que fundamentalmente se concentran en la gran empresa, como el financiero, industrial, extractivo y minero, se hallan vinculados a cuerpos normativos voluntarios (también conocidos como “*Stewardship Codes*”) y reguladores del mercado también voluntarios que revisan la actividad empresarial con cierto escrutinio y ranking como “LVM” (la Voz del Mercado), “Merco” (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa), las grandes auditoras (las “Cuatro Grandes”) como Price WaterHouse Coopers (PwC), Deloitte y Ernst & Young (EY), calificadoras como S&P, Fitch así como el reciente Índice ASG de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y/o la misma Conferencia Anual de Ejecutivos, (CADE). Algo similar ocurre respecto de las buenas prácticas de GC que se encuentran normalmente en convenciones, guías industriales y consensos técnicos, mecánicos, ambientales, financieros, tecnológicos, etc., y otros manuales y procesos relativos a diversas prácticas generalizadas que se entienden como buenas prácticas de la industria y el sector empresarial relativas a sus ecosistemas. Este recuento de normas, empresas y prácticas existentes en el mercado transversales al ecosistema, indican que el BGC y la RSE no son esferas exclusivas del dominio legal en nuestro país, sino más bien de un cúmulo de ángulos, fundamentalmente, económicos, financieros, contables, sociales y ambientales, entre otros. Da cuenta, también, que el escrutinio del BGC y la RSE, no es una tarea interna, sino, además, externa de las empresas, el mercado y el propio estado tanto del escenario local como global.

Siguiendo la corriente mundial del *Soft Law*, el *CBGC* del 2013, es un código voluntario del tipo “*Cumple o Explica*”⁴⁰⁴, compuesto de tres cuerpos normativos, uno general para las sociedades peruanas, otro para la empresa estatal y uno final que regula la empresa familiar, los dos últimos novedosos en este campo y que a nuestro juicio, constituye un avance en la regulación de *GC* en este extremo, considerando su especial objetivo en empresas estatales y familiares de nuestro país, a las cuales es de mucha conveniencia extender sus alcances por la importancia de estos segmentos en la actividad empresarial peruana y porque además es donde debe trabajarse más el *BGC*⁴⁰⁵. El *CBGC para las Sociedades Peruanas*, se encuentra dividido, a su vez, en cinco áreas que regulan el derecho de los accionistas, la junta general de accionistas, el directorio y la alta gerencia, riesgo de cumplimiento y transparencia en la información.

El sesgo impuesto por la LGS en la *Primacía del Accionista*, hace que muchas veces en la práctica general de nuestro país, los socios conciban a la empresa como un activo de su propiedad, interpretación que no es totalmente ajena a nuestro Código de *BGC* del 2013. A diferencia del anterior Código del 2002, tenemos que el nuevo código elimina prácticamente cualquier alusión a los otros constituyentes empresariales (*stakeholders*), salvo para el caso de la información proporcionada por el directorio, adoptando un criterio restringido del concepto de *GC*. El *CBGC* y una parte importante de la literatura corporativa peruana etiquetan a los constituyentes empresariales, como simples “*grupos de interés*” que giran en torno a la empresa, designación que, como ya anotamos, no refleja adecuadamente el

⁴⁰⁴ Véase nuestra propuesta más adelante.

⁴⁰⁵ Sin duda una experiencia que se viene realizando a pasos agigantados tanto en el sector estatal a través de Fonafe y Ocede, así como en las empresas familiares que empiezan a tomar medidas para extender sus directorios o comités de gobierno a directores independientes y reglas de *GC* y *RSE*, en su lucha por el crecimiento, la atracción de capital y la innovación, con la promoción activa de grandes consultoras internacionales y diversas casa de estudios, entre ellas, la Pontificia Universidad Católica del Perú, a través de Centrum.

verdadero carácter de los constituyentes empresariales, lo cual, entendemos podría derivarse de una traducción indebida del concepto de “*stakeholders*” en el derecho español, latinoamericano o de las traducciones legales del mundo corporativo anglosajón al castellano y que a la base presume un conocimiento poco certero de ese derecho. Así lo reconoce expresamente la misma SMV en su nota introductoria al CBGC del 2013: “*Es importante precisar que el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas no abarca aspectos como la Responsabilidad Social Corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés, sin que ello implique que no se reconozca su importancia para la sostenibilidad de las sociedades y del mercado en general*”⁴⁰⁶.

En primer término, entonces, tenemos un *CBGC* con un sesgo por el *Paradigma del Accionista* y que presupone a nuestro modo de ver, una involución respecto del anterior Código en esta materia establecía al menos que el marco de *GC* debía asegurar que se respeten los derechos de los “*grupos de interés*” estipulados por la ley, aunque esto intenta ser disipado implícita y levemente en las funciones del directorio que se debe a la sociedad en el Principio 17⁴⁰⁷. Precisamos que no es propósito de esta investigación señalar que esté mal que el *CBGC* promueva el desarrollo del mercado de capitales en nuestro país, lo cual es ciertamente conveniente. Lo que decimos es que habría sido mejor ubicar el *GC* de manera más sostenible, dentro del *Enfoque ESG* ya comentado y consecuentemente más equilibrado con la realidad financiera y no financiera y los intereses de todos los constituyentes empresariales (por ejemplo, ampliamente reconocido en el *CBG OECD-G20*⁴⁰⁸). En este

⁴⁰⁶ SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. 2013. P.6.

⁴⁰⁷ *Ibid*, P 12. Aunque no queda claro que cuando señala que el directorio debe actuar en interés de la sociedad, se refiere solo al extremo del conflicto de interés o se extiende a todas las obligaciones fiduciarias de la sociedad.

⁴⁰⁸ OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

extremo, es bueno considerar que, hoy por hoy, es poco probable lograr un financiamiento importante y el desarrollo de largo plazo de los proyectos y la actividad empresarial, sin un enfoque ambiental, social y de buena gobernanza (pongamos la mirada en los principales proyectos mineros y de hidrocarburos del país que por más rentables que pudieran aparecer, sus externalidades no permiten su desarrollo).

De otra parte, el *CBGC* hace bien en proponer la paridad de trato de todos los accionistas, regla desde ya importante para el derecho corporativo nacional, por lo menos para la empresa listada en bolsa. Empero, no queda claro si esta paridad de trato impide o remedia en profundidad el abuso de la *Regla de la Mayoría* y la expropiación de los derechos de los minoritarios lo cual resulta más gravitante en la ausencia de normas en esta materia en las empresas familiares integradas por accionistas independientes, en las cuales el problema de expropiación ciertamente puede verse agravado, como muchas veces sucede en la práctica, considerando que gran parte de las empresas peruanas, aun las listadas en bolsa, son empresas familiares que tienen grupos controladores concentrados y pequeños grupos de accionistas independientes (espejo de la pequeña y mediana empresa peruana). Por lo menos, no lo dice de manera expresa como si lo hace para los casos de anti-dilución y participación de las primas de control. Sobre este particular abundaremos más adelante y veremos cómo la *LGS* no regula, impide ni remedia el costo de agencia de los accionistas del bloque controlador respecto de los minoritarios, cuyo vacío no parece ser corregido suficientemente por el nuevo *CBGC*. Lo dicho denota una aparente falta de consecuencia entre la promoción del *Paradigma del Accionista* y el tratamiento claro de la expropiación de los derechos del accionista minoritario, lo cual no abona en la promoción eficiente del mercado de capitales en el mercado peruano.

En el contexto, de lo aquí observado, por tanto, no es posible estrictamente aun reexpresar *GC* con *RSE* en los términos propuestos por el Código del 2013. No lo es, al menos, desde la perspectiva de las normas de *GC* que impulsamos y los estándares de la Teoría de las Corporaciones. No es posible porque la teoría corporativa local sesga a la empresa como un conjunto de activos de propiedad de sus accionistas. No es posible porque nuestra norma de *GC*, sesga a la empresa, en los accionistas⁴⁰⁹.

Si bien los *DFs* regulan la actividad de los directores y la alta gerencia y estos se deben a la empresa y no necesariamente a los accionistas en aparente contradicción con el *Paradigma del Accionista* que el *CBGC* parece auspiciar, estos deberes aparecen más como enunciados jurídicos a los que les falta sustancia programática en el Código y en la LGS, como veremos más claramente en la próxima sección⁴¹⁰. El derecho a la información, presupuesto fundamental de cualquier regulación en la actividad empresarial, sigue la misma suerte de los *DFs*.

Por lo demás, se establece la necesidad de contar con directores independientes con un comité de remuneraciones, un comité de retribuciones y un comité de auditoría independiente, así como la separación que debe existir entre la presidencia del directorio y la gerencia general y la diferencia entre las funciones del directorio y la gerencia, siguiendo la línea general de los códigos de *GC* que, sin embargo, falta profundizar con el detalle que lo hace, por ejemplo, los Principios OCDE del 2015.

⁴⁰⁹ Aunque en el contexto total, tanto legislativo como jurisprudencial, y fundamentalmente, en la práctica corporativa, si existen coherencia como veremos más adelante.

⁴¹⁰ Explicando esta afirmación cabe señalar que, de acuerdo a lo visto hasta ahora, el nuevo Código es preponderantemente pro – accionista, con lo cual, la consecuencia lógica hubiera sido que los directores y la gerencia deban los *DFs* a los accionistas y no a la sociedad como asevera el artículo 17 del cuerpo legal.

Finalmente, nos parece importante la inclusión de un acápite especial para el tratamiento de Riesgo y Cumplimiento en el Código. con más acento en las empresas supervisadas por la SBS, con la dación del Reglamento de Gobierno Corporativo para el sector del 2017, que son consustanciales a la actividad empresarial y el desarrollo de las matrices de riesgo, siendo deseable que se hubiera tratado con mayor detalle la definición de Cumplimiento, así como de su extensión, el cual es solo objeto de un solo párrafo en el Principio 25 y, que hoy por hoy, es ciertamente crítico en la actividad empresarial.

Similares condiciones se proponen para las empresas del estado con un acento en las normas de transparencia e independencia, y las familiares, destacándose para éstas últimas la existencia de un Protocolo Familiar, un Consejo Familiar y una Asamblea Familiar a través de las cuales se distinga la función estratégica y ejecutiva de la empresa, con los criterios de trato paritario e independencia.

Veamos seguidamente algunos desafíos y propuestas con relación a la buena gobernanza de nuestras empresas.

4.1.2.3 Funciones del Directorio y Gobierno Corporativo en nuestro país

Consideramos que en el marco de lo señalado, constituyen desafíos de la buena gobernanza de nuestras empresas en el marco de la *RSE*, la identificación y distinción clara del rol del directorio en la gestión corporativa, la profesionalización e independencia con las que desarrollen sus funciones, la gestión eficiente y balanceadas de los intereses del equipo de producción y la gestión transversal de buena gobernanza a todos los rincones de la empresa.

Ciertamente el *Paradigma del Accionista* cuyo peso relativo en nuestra legislación y, en general, en la cultura de gobernanza corporativa de nuestro medio, no identifica y distingue de manera clara el rol fundamental del directorio en la actividad corporativa, lo

cual, se puede observar tanto de aquellas listadas en bolsa, como en las medianas y significativamente en las más pequeñas, en las cuales, dicho rol lo cumplen, muchas veces, los accionistas mayoritarios y una combinación de accionistas y gerentes que ocupan estos cargos simultáneamente. Si bien la buena gobernanza debe ser una tarea de balance entre la junta de accionistas, el directorio, las gerencias y los funcionarios responsables de la marcha de la empresa con el equipo de producción, consideramos que queda por concebir y desarrollar en nuestro país un rol más protagónico al directorio, siguiendo la regla clara, notoria y distintiva de que la gestión de la empresa se halla a cargo de este cuerpo técnico colegiado (artículo 152 de la LGS) y que la junta de accionistas debe intervenir en las decisiones críticas relativas a su competencia vinculadas, generalmente, al capital de la empresa, como lo señala la LGS (artículo 111 de la LGS), pero es el directorio el que toma las decisiones fundamentales de la orientación de largo plazo, la misión, visión, valores, el planeamiento estratégico, los objetivos, las mediciones y las metas de la actividad empresarial, entre otros (Principio 16 del *CBGC*⁴¹¹). El directorio es el llamado a intervenir en la gestión y control efectivo de la empresa como lo define las normas de *BGC* arbitrando de manera eficiente entre los diversos intereses del equipo de producción. La junta de accionistas debe estar informada de las decisiones del directorio, pero no debe intervenir más allá de sus facultades y debe evitar intervenir en la gestión en la medida de lo posible. De no existir directorio, como puede ser el caso de empresas medianas y pequeñas, es importante que funciones similares se ejerzan por consejos consultivos y/o consultores profesionales e

⁴¹¹ SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. Ibid. P12. Principio 16: Funciones del Directorio. - El Directorio tiene como función aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad; establecer objetivos, metas y planes de acción, incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios; controlar y supervisar la gestión; así como encargarse del gobierno y administración de la sociedad. Es función del Directorio supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.

independientes. Por la misma razón, en este balance, la función de las gerencias deben hallarse orientada al día a día de la producción (“*business as usual*”⁴¹²), siguiendo e implementando el plan estratégico señalado por el directorio, evitando en ese tránsito, la asimetría de información y asegurando al directorio el alcance de información, criterios y propuestas adecuadas para la producción eficiente en armonía con el medio ambiente y la sociedad.

En este escenario, es importante advertir que muchos directorios de nuestro país, aún siguen estando compuestos por accionistas que a su vez, son gerentes de las empresas que conforman y muchos de ellos, mantienen vínculos familiares y/o amicales, situación que felizmente ya está cambiando a nivel de la empresa listada en bolsa⁴¹³. Por ello, pensamos que los directorios deben ser profesionalizados, según lo señala, por ejemplo, el Lineamiento 18 del Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo 2013 de la Corporación Andina de Fomento⁴¹⁴, integrados por directores profesionales, capacitados para asumir el rol de directores en diferentes áreas de la empresa como las finanzas, la auditoría, la buena gobernanza, estrategia, riesgos, tecnología, transformación digital e innovación, entre otros focos importantes de la gestión empresarial desde el directorio (“*top-down*”). Este profesionalismo debe gestionarse de manera independiente, transparente y con la mirada en los objetivos trazados de la marcha empresarial, independencia que debe traducirse con la

⁴¹² Con lo cual no decimos que las gerencias pueden perder el paso su liderazgo en innovación y sostenibilidad en concordancia con el directorio.

⁴¹³ El Banco de Crédito del Perú, por ejemplo, tiene en la presidencia del directorio a Luis Enrique Romero Belismeli y a Dionisio Romero Paoletti, como accionista con control, según informa la SMV. Aunque hay que precisar que la entidad sí mantiene un directorio bastante diverso. Agro Industrial Paramonga S.A.A, por su parte, mantiene a tres miembros de la familia Wong en el directorio, según la misma SMV. Algo similar puede encontrarse en Compañía de Minas Buenaventura S.A.A en hay dos miembros de la familia Benavides en el directorio, uno de ellos Presidente del Directorio.

⁴¹⁴ CORPORACION ANDINA DE FOMENTO. Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo. 2013. P 123. Lineamiento 18: Las sociedades, cualquiera que fuera su tipo societario, deberán tener un Directorio con un número de miembros que sea suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones y la constitución de los Comités necesarios

participación de directores atentos y capaces de recibir propuestas de los accionistas que los nombraron, pero que deben informarse y tomar decisiones que agreguen valor a la empresa, proponiendo, votando e implementando solo por aquellas propuestas que formen parte del interés social, es decir, al interés de largo plazo todo el equipo de producción, lo cual, puede tornarse muchas veces en la defensa de la empresa contra los intereses de un grupo de accionistas o de la misma junta de accionistas.

Lo señalado en el párrafo anterior nos lleva a identificar como un tercer desafío de la buena gobernanza en nuestro país, el arbitraje de los intereses en intercambio del directorio, ya planteado antes: el directorio no solo debe planificar el largo plazo de la empresa, sino que debe arbitrar los intereses en juego de los miembros del equipo de producción, tarea concordante con el cambio de paradigma visto en nuestro primer capítulo: los *DFs* del directorio deben ser coincidentes con los de la empresa (LGS), no necesariamente con el de los accionistas (regla que rompe el principio de *maximización de beneficios del accionista*), lo cual conlleva, a cambiar la concepción del rol del directorio como un agente del accionista, a ser un agente de la empresa (relación costo de agencia), que debe actuar, por tanto, administrando la empresa y, en este plano, arbitrando entre los diferentes intereses como un órgano jerárquico superior, prefiriendo entre los intereses en intercambio del equipo de producción, que muchas veces y, con fundamento, pueden anteponerse a aquellos de un grupo de accionistas o de la misma junta de accionistas, quienes deben quedar subordinados al arbitraje del directorio. Siguiendo nuestra línea de base, lo dicho se afirma en la Teoría del Equipo de Producción, en la cual los directores constituyen una jerarquía mediática que supervisa la producción del equipo⁴¹⁵, no deben ser fiduciarios de los accionistas sino de la

⁴¹⁵ Véase en la sección de la Teoría del Equipo de Producción en el primer capítulo

empresa, sino tener como objeto el maximizar el valor total de los intereses combinados de todos los miembros del equipo, esto es, el directorio debe existir no para proteger a los accionistas *per se*, sino para proteger a las inversiones específicas de todos los miembros del equipo de producción, incluyendo aquellas de otros constituyentes como las de los acreedores y las de las comunidades locales cuando existan fuertes lazos geográficos. Los directores deben actuar como fiduciarios de la empresa, a través de los cuales los miembros del equipo de producción solucionan sus diferencias más que fungir de intermediarios para llamar la atención de tales diferencias a la jerarquía accionaria de la empresa. La teoría supone el fortalecimiento de los intereses de todos los constituyentes del equipo de producción proponiendo un modelo de directorio con funciones de claras de mediación y monitoreo, al cual todos los miembros del equipo le otorgan la autoridad y control a manera de centro corporativo a fin de que trabaje en el mejor interés de la empresa. El interés de la empresa, debe ser entendido como el beneficio combinado de todos los participantes que han realizado inversiones específicas y que convienen en participar en el proceso de mediación interna de la empresa. Los directores deben ser concebidos como jefes independientes que tienen como objetivo no solo servir el interés de los accionistas, sino de la empresa en sí misma.

Finalmente, consideramos que el *GC* en nuestro país, debe ser concebido como transversal a toda la organización así como del desarrollo de su actividad productiva y el impacto de puede conllevar dicha actividad en el medio ambiente y la sociedad en general (*RSE*). Por tanto, el *GC* de nuestras empresas, no debe ser concebido y confinarse como un instrumento para el desarrollo de buenas prácticas de cumplimiento (penal y tributario) e integridad, sin duda, importantes para el buen gobierno de las empresas, pero que son solo una parte del total de lo que debe comprender una buena gobernanza. Para ello, una buena gobernanza debe encargarse de organizar adecuadamente las relaciones internas de la

empresa entre los diversos componentes de la organización empezando por el nombramiento adecuado de miembros del directorio, gerencias senior y junior, jefaturas y coordinaciones, entre otros estamentos empresariales, desarrollar adecuadamente sus relaciones, por ejemplo, aquellas de los accionistas con los directorios y las gerencias, y de estas con sus colaboradores identificando metas de atracción de talento, de capacitación, medición y promoción de la meritocracia (Véase los Lineamientos 18 y 19 del Código de Latinoamericano Gobierno Corporativo del 2013⁴¹⁶). Debe implementar un plan estratégico integral que identifique a la empresa con su misión, visión, valores, objetivos medibles (Principio 16 del CBGC). En este orden de ideas, el directorio debe encargarse de supervisar la marcha de la empresa y la producción, dirigiendo y controlando, auditando y marcando la pauta en la administración, los negocios de la empresa y su buena gobernanza interna. Hacia la externa, debe asegurarse que su relación con la economía, la sociedad y el medio ambiente donde desarrolla su actividad, sean relaciones institucionales dentro del estado de derecho, fortaleciéndolo y asegurando una producción, responsable, digna y sostenible de su actividad productiva pero también de la que realiza el ecosistema económico que la acompaña en esa actividad: la cadena de suministro y la cadena de distribución, con la preocupación central ubicada en el consumidor, promoviendo el consumo responsable.

4.1.2.4 Gobernanza de Empresas Estatales

Luego del proceso de privatización de los 90s, nuestro país aún mantiene un cúmulo de empresas estatales⁴¹⁷, algunas de gran importancia como Petroperú, Electroperú, Sedapal,

⁴¹⁶CORPORACION ANDINA DE FOMENTO. Ibidem. Lineamiento 19: Dentro de los grupos de funciones generales de planeación estratégica, supervisión de materias concretas, control de la gestión ordinaria, gobierno y administración, los Estatutos o Reglamento del Directorio deberán fijar las funciones concretas que serán indelegables

⁴¹⁷ Alrededor de 35 empresas estatales, según información de Fonafe, a la que hay que adiciona Petroperú, que se halla fuera del ámbito del Fonafe.

Corpac, Banco de la Nación y Cofide, entre otros. Petroperú, sin dudas, sino la primera empresa del Perú, por lo menos, por su facturación que bordea los seis mil millones de dólares anuales en ventas y que administra el proyecto de inversión pública más importante de nuestro país como la Refinería de Talara de un valor aproximado de cinco mil millones de dólares (en marcha inicial de los unidades principales de refino al cierre de esta tesis).

Consideramos que el principal riesgo de estas empresas, es el riesgo político, que tiende a contaminar la marcha técnica y económica de las empresas estatales, afectando su gobernanza, competitividad, productividad y rentabilidad y, algunas veces, propiciando focos de corrupción en un entorno de alta competencia y eficiencia de los mercados en los cuales desarrollan su actividad y compiten con locales y multinacionales de gran envergadura (en el caso de Petroperú con Repsol, Exxon, Valero y Primax). Esto sucede muchas veces a través de los cambios de gobierno e inclusive de los cambios de gabinete y de ministros, situaciones en las cuales, los presidentes de los directorios, varios miembros del directorio e incluso todo el directorio son removidos. En septiembre del 2021, con el advenimiento del nuevo gobierno, la nueva gerencia general de Petroperú removió alrededor de quince gerentes de línea, gerente general, que a su vez, era director de la estatal nombrado por el nuevo gobierno y que en menos de seis meses de gestión, llevó a Petroperú al borde de la quiebra técnica, una doble caída de la calificación crediticia por parte las calificadoras de riesgo S&P y Fitch, así como al alejamiento de su auditora PwC en el contexto del repago de bonos y créditos sindicados de aproximadamente cinco mil millones de dólares, sujetos a cláusulas *covenants* muy precisas de gatillo de la aceleración de pago. A pesar de esta mala gestión corporativa permanente de la nueva gerencia general, el directorio no reaccionó cambiando a la gerencia, ni la junta general de accionistas, cambiando al directorio, hasta que las calificadoras y la auditora PwC, pusieron un punto final obligando al nuevo gobierno a la

remoción del directorio y de la gerencia a riesgo de crear una aceleración del pago de la deuda contraída por la Refinería de Talara y un riesgo sistémico de caída crediticia de la república por tratarse de un cuasi-soberano que se integra a las cuentas fiscales. La intromisión política no es nueva en Petroperú: en el lapso de ocho años han cambiado alrededor de ocho directorios, es decir, alrededor de un directorio por año, siendo el más largo el nombrado en febrero del 2019 a septiembre del 2021, con una duración de 2.8 años, lapso en el cual, la productividad y rentabilidad de la empresa se incrementó, por ejemplo, en el 2019, a 394 millones de dólares en ebitda, generó 100 millones de Ebitda en el 2020 y hasta su remoción había logrado acumular 400 millones de Ebitda, según la información pública que se halla en la BVL.

En este contexto, hay varios errores de gobernanza de la estatal que debemos resaltar. Primero, el ingreso del nuevo gobierno que cambió todo el directorio de Petroperú, dejando sin memoria corporativa al nuevo directorio; segundo, el nombramiento de directores políticamente adeptos al gobierno, uno de los cuales, con el poder suficiente para auto nombrarse gerente general de la empresa, generando un claro conflicto de interés y una infracción de gobernanza en el directorio que él mismo controlaba, directorio que a la vez tenía el encargo de auditar a la presidencia del directorio con cuasi-funciones de dirección ejecutiva y a la gerencia general misma; tercero, la remoción inmediata de quince gerentes de línea sin que la nueva administración haya revisado adecuadamente su desempeño y nombrando nuevos gerentes aparentemente a dedo sin la participación de *head hunters*, lo cual, inferimos por la velocidad con la que fueron despedidos los gerentes y contratados los reemplazos; cuarto, la estrecha relación del Presidente de la República con el gerente general y la relación de éstos con empresas proveedoras de Petroperú, que generaron un desequilibrio de poderes en el directorio y la administración de la empresa, que conllevaron un claro

control de la gerencia sobre el directorio y la junta de accionistas, y, lo que es peor, el control de un proveedor sobre la gerencia general, hechos que acentuaron a la base el *statu quo* de los grupos de poder sindical, gerencias medias y jefaturas al interior de la estatal, que gracias a los cambios frecuentes de los directorios y las gerencias, controlan para sus propios intereses la estatal desde hace muchos años, fenómeno que describe muy bien Carlos Paredes Lanatta en su libro y que denomina como *“La Tragedia de las Empresas Sin Dueño: el caso Petroperú”*⁴¹⁸. Carlos Paredes, a la par, ex Presidente del Directorio de Petroperú, relata con toda precisión cómo es que el control de la empresa al final del día, se encuentra en las gerencias medias y los trabajadores de Petroperú, que en la práctica se torna en el principal fáctico frente al principal difuso constituido por los peruanos (los verdaderos accionistas) representados por el estado peruano a través del Ministerio de Economía y el Ministerio de Energía y Minas: *“...muchos los trabajadores de Petroperú, sobre todo los gerentes trabajan para ellos mismos. A los trabajadores de Petroperú les importa muy poco quienes son los verdaderos accionistas de Petroperú -todos los peruanos- pues no les rinden cuentas, mientras que los representantes de los accionistas -los miembros de la Junta General de Accionistas y los miembros del Directorio, son vistos como meras aves de paso, que en un período corto, habrán salido de Petroperú. En este contexto, la gerencia y los trabajadores se comportan como miembros de una gran cofradía, un cuerpo orgánico con vida y objetivos propios...”*⁴¹⁹ Como hemos visto, la cofradía (el agente) había tomado el control de Petroperú, se había convertido en el principal de facto...⁴²⁰.

⁴¹⁸ PAREDES LANATTA, CARLOS E. La Tragedia de las Empresas Sin Dueño. Universidad Continental Ps. 83-84.

⁴¹⁹ Ibid

⁴²⁰ Ibdem. Pg 88.

Por su parte, las demás empresas del estado se hallan bajo el régimen de la Corporación Fonafe (Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado), que es una empresa de derecho público, adscrita al sector Economía y Finanzas, que actúa como holding y que tiene como funciones, normar y dirigir la actividad empresarial del estado, aprobar el presupuesto consolidado de las empresas, administrar la renta producida por la inversión de las empresas de la Corporación. En la actualidad cuenta con treinta y cinco empresas estatales (incluyendo Essalud por encargo), pertenecientes a los rubros de: Electricidad, Finanzas, Saneamiento, Hidrocarburos y Remediación, Transporte e Infraestructura, Servicios y Producción, Salud, Defensa y Otros. Si bien Fonafe ha dictado diversas medidas que distinguen el rol del estado de la gestión de las empresas públicas, establecido una serie de lineamientos principales para la gestión de las empresas, a fin de separar la función política del Estado y su rol económico como propietario de acciones, la conformación del directorio de la misma, tiene como sus miembros a diferentes ministros de turno de la gestión gubernamental, por lo que cierta manera no escapa totalmente al riesgo político ya aludido, dado que en manos de su directorio-político se hallan funciones regulatorias, presupuestarias y la administración de las rentas de la empresas estatales. Un ejemplo de la contaminación aludida, es que inmediatamente despedidos los principales causantes de la crisis de Petroperú en el 2022, el gobierno de turno pretendió colocarlos como presidente y director de Distriluz, según informaran los medios. Situación similar ha vivido el Fondo Mi Vivienda en los últimos tiempos, en el que tres miembros del directorio se vieron obligados a renunciar luego que el Comité de Riesgos fuera tomado por un proveedor imputado como afín al gobierno por los medios de comunicación.

Como ya hemos señalado en el primer capítulo, dado que nos encontramos distantes del rol productivo del estado en la economía, la existencia de las empresas estatales en

nuestro país, nos lleva a replantear la necesidad misma de mantener total o parcialmente estas empresas en el ámbito estatal y, al mismo tiempo, proponer soluciones que fortalezcan la gobernanza de las mismas a fin de empoderar su competitividad, productividad y rentabilidad. Teniendo en cuenta el caso Petroperú, ilustrativo para todas las empresas estatales, consideramos como solución a los desafíos identificados en esta sección, en primer lugar, la capitalización inteligente (“*smart money*”) de la empresas, que atraiga a un accionista o grupo de accionistas minoritarios privados multinacionales estratégicos y de primer nivel que lleven a las empresas al replanteamiento de la gobernanza, la reingeniería y reorganización de la empresas. En segundo lugar, la nueva gobernanza tiene que pasar necesariamente por la reestructuración de los componentes y reglas de nombramiento, funciones y remoción gradual de los miembros del directorio, en períodos de tiempo necesarios para apuntalar la empresa, normalmente de ocho años como máximo, con presidentes del directorio elegidos por el mismo directorio de entre los directores más antiguos (aquí siguiendo los dictados de la LGS) y de remoción escalonada, el nombramiento de Presidentes del Directorio con permanencia estable siguiendo el modelo del Banco Central de Reserva, es decir, que puedan actuar con autonomía e independencia del poder político y que cumplan funciones estrictamente directorales y no ejecutivas y/o semi-ejecutivas, que empobrecen la gestión de largo plazo de la empresa. En tercer lugar, el nombramiento del gerente general debe ser de facultad exclusiva decisión del directorio con cierto grado de intervención en las gerencias de línea y sub-gerencias. En cuarto lugar, la buena gobernanza debe pasar por empoderar las funciones de dirección, control y administración general de la empresa, en el directorio, cuya regla debe ser clara como ya señalamos antes, permitiendo que éste afiance su gobierno transversalmente a la producción y al impacto de su actividad en

el medio ambiente y las comunidades donde desarrollan sus actividades, así como arbitrando adecuadamente los intereses del equipo de producción.

4.1.2.5 Gobernanza de Empresas Familiares

Como anotamos al principio de este capítulo, los grupos familiares mantienen el control de las empresas en general en nuestro país. Según lo señala el Banco Interamericano de Desarrollo, del 80% de las empresas en el Perú son empresas familiares y su participación en el empleo alcanza entre el 60% y 70%, contribuyendo con más del 40% del PBI⁴²¹. En la misma línea, la Asociación de Empresas Familiares del Perú y EY señalan que en la Primera Encuesta de Familias Empresarias del Perú, cada una de ellas tiene un promedio de tres empresas (3.27%), en el que el 63% de ellas tiene una fuerza laboral mayor a 100 personas, y una de cada cuatro supera los 500 trabajadores⁴²².

A lo dicho, téngase presente que 99.5% de las empresas en nuestro país, son micro, pequeñas y medianas empresas, caracterizadas también por sus fuertes lazos familiares y amicales. Según el Ministerio de la Producción, estas empresas generan alrededor del 60% del empleo y contribuyen con el 25% del Producto Bruto Interno del país⁴²³. Las “Mipymes”, no obstante, tienden a sufrir mayores restricciones financieras que la gran empresa, en parte, debido a la información asimétrica, la falta de estados financieros auditados e información adicional de sus operaciones, enfrentando como resultado, que las instituciones financieras puedan determinar de manera clara el riesgo de crédito (de la Torre, Martínez Pería, and

⁴²¹ ASOCIACION DE EMPRESAS FAMILIARES DEL PERU, ERNST & YOUNG. ¿Cuál es el Impacto de las Familias Empresarias? Resultados del 1era Encuesta de Empresas familiares en el Perú. 2020. P 10.

⁴²² Ibidem.

⁴²³ MINISTERIO DE LA PRODUCCION. Las Mipyme en Cifras 2020.

Schmukler 2009)⁴²⁴. Fortalecer la gobernanza y las finanzas de las empresas familiares, por tanto, es de suma importancia para nuestro país.

En este entorno, las empresas familiares constituyen normalmente un gran desafío para la gobernanza corporativa en nuestro país, pues el fundador, los fundadores o los grupos familiares de control, ocupan diversos cargos a la interna y externa de la empresa, siendo accionistas mayoritarios, grupos de accionistas mayoritarios, directores con control o presidentes del directorio y gerentes generales de la misma organización empresarial, al mismo tiempo. Otras veces ocupan cargos similares con intereses parecidos hacia la externa en las cadenas de valor de la empresa familiar, tanto en la cadena de suministro cuanto en la de distribución, en un escenario en el cual, a lo largo de los años se han formado diversas empresas vinculadas de integración vertical y/o horizontal, constituidas por un sin número de subsidiarias y afiliadas, como producto de la marcha empresarial, emprendimiento, fusiones y adquisiciones. En este marco, coexisten una diversidad de accionistas minoritarios familiares y/o extra familiares, con diferentes equipos de producción que muchas veces se hallan combinados, en los que pueden existir pugnas de poder corporativo, pugnas familiares y/o normalmente conflictos de interés. Esta descripción no escapa a la realidad empresarial de nuestro país en general.

Coincidimos con el *CBGC* en que la existencia de un Protocolo Familiar, un Consejo Familiar y una Asamblea Familiar a través de las cuales se distinga la función estratégica y ejecutiva de la empresa, son importantes para la buena gobernanza de las empresas

⁴²⁴ WORLD BANK GROUP. Are Psychometric Tools a Viable Screening Method for Small and Medium-Size Enterprise Lending? Evidence from Peru Irani Arráiz Miriam Bruhn Claudia Ruiz Ortega Rodolfo Stucchi. Development Research Group Finance and Private Sector Development Team December 2017. P. 2

familiares, resaltando la independencia y transparencia con la que los miembros ejecutivos de la empresa familiar deben desarrollar sus actividades. Pensamos que estos dos criterios son importantísimos en el GC de la empresa familiar frente a la ola de conflictos de interés que pueden existir o tienden a existir en este tipo de empresas, sobre todo, cuando pueden afectar el interés de los miembros del equipo de producción y de accionistas minoritarios que pueden estar rezagados por asuntos económicos, financieros e, incluso, familiares. Independencia profesional en la toma de decisiones y transparencia que revele los probables conflictos de interés que puedan formarse, para las cuales deben existir reglas claras como la regla del trato justo y la convalidación independiente de la junta de accionistas vistas con anterioridad.

Coincidentes también con nuestro pensamiento, es importante para el crecimiento y sostenibilidad de las empresas familiares, la profesionalización de los directorios, la existencia de Consejos Consultivos y/o Comités independientes, que pueden ser inclusive Comités de Gerencia. Estos órganos deben hallarse integrados por directores o miembros profesionales e independientes del grupo familiar en lo posible. Consideramos que en la medida que las empresas pequeñas y medianas van creciendo y tienen posibilidades, los grupos familiares deben gradualmente apartarse de las funciones ejecutivas y dirigir sus esfuerzos en la marcha empresarial desde la junta de accionistas y/o como máximo desde el directorio. En su caso, los directorios y/o los órganos que ejercen dicha función deben dirigir la empresa, deben arbitrar los intereses de los diversos miembros del equipo de producción y deben hacerlo considerando la combinación de intereses que conforman el grupo consolidado de intereses. Consideramos que es igual de importante la creación de comités de administración, auditoría y control, nuevos negocios y, en fin, comités que formen parte de la ruta crítica de su actividad empresarial, destacando, entre ellos, la existencia de un comité

de auditoría y control que vaya llevando de la mano a la empresa familiar hacia auditorías externas independientes medianas y grandes que apoyen la credibilidad y confianza de sus productos y estados financieros en el mercado a fin de lograr mejores financiamientos e imagen corporativa.

4.2 Responsabilidad Social de las Empresas (RSE) en el Perú

La *RSE* se va incorporando de a pocos en nuestro país, aunque los últimos acontecimientos de corrupción empresarial y política que nos afectan a partir del 2018, marcado por el caso Odebrecht, Camargo Correa, OAS y las nacionales Graña y Montero y JJC Contratistas, entre otras reveladas por los medios, dejan mucho que desear en *RSE*⁴²⁵, y quizá constituya el mejor ejemplo de por qué el tratamiento y ejercicio adecuado del *BGC* y la *RSE* son tan importantes para el desarrollo económico y social de nuestro país. Empero demuestra, además, cómo empresa, mercado y estado van de la mano en el desarrollo económico y social, dado que el escándalo Odebrecht, vinculado a la corrupción de varias empresas y gobiernos, ha puesto en jaque el empleo de muchos peruanos, logrando impactar en el PBI proyectado de los últimos años, ciertamente, frenando las expectativas de crecimiento en un escenario de desaceleración de la economía. No obstante, creemos que al mismo tiempo estos nefastos acontecimientos de la historia nacional, que han confinado a presidentes recientes de nuestro país en la cárcel o su arraigo, y que ocasionaron la renuncia del Presidente Kuczynski y el advenimiento sucesivo de los Presidentes Vizcarra, Merino, Sagasti y Castillo, pueden ser una buena oportunidad para desterrar para siempre de la empresa, el mercado y el estado, las prácticas corruptas que en infracción de los deberes de

⁴²⁵ Lo mismo para *GC*.

cuidar y de lealtad a los contribuyentes y la sociedad peruana, nos causan tanto daño. Lo señalado verifica el postulado de nuestra tesis explicado en palabras de la ya citada Cheryl L. Wade cuando señala que dado que la gran empresa - aunque nosotros incluiríamos a todas las empresas en general - emplea, compra y provee bienes y servicios a mucha gente, es sensato considerar su impacto en la sociedad: *“Not only do these companies affect the lives of their employees, suppliers and consumers they have huge import for the community in which they do business, as well as the entire nation”*⁴²⁶. El impacto del caso Odebrecht no solo ha arrastrado a la ex Graña y Montero, a sus trabajadores, sus proveedores y sus consumidores, sino a todo el Perú.

Planteada esta introducción necesaria para esta sección de nuestra tesis por la importancia para la historia reciente nuestro país y para la verificación de nuestra hipótesis, veamos qué ha venido sucediendo en *RSE* en nuestro país.

Aun cuando no existe una norma específica que regula la *RSE*, ésta se verifica normalmente a través de la auto-regulación y de la normatividad en diferentes sectores de la actividad empresarial, como por ejemplo, en la regulación tributaria, la legislación medioambiental y laboral, disposiciones sobre relaciones comunitarias, la práctica de la banca de inversión, entre otras como la legislación minera o de hidrocarburos, y otras industrias extractivas o de infraestructura⁴²⁷. Deseamos relevar en esta parte de la

⁴²⁶ WADE, Cheryl L. Op.cit. P. 348.

⁴²⁷ Caravedo, De Gastelumendi y Parodi, coinciden en señalar que lo ideal es que las empresas se auto regulen en materia de *RSE*. Portocarrero por su parte, considera que la auto-regulación no es suficiente: *“... Existe una enorme controversia y no hay todavía posiciones definitivas sobre el tema. La mayor parte de los países desarrollados tienen marcos jurídicos que favorecen la inversión social de las empresas mediante diversos mecanismos tributarios que son adecuadamente fiscalizados. En el Perú se está discutiendo actualmente un proyecto de ley sobre la materia que, aun cuando puede ser un buen punto de partida para discutir sobre el tema, todavía presenta deficiencias. La experiencia internacional demuestra que la sola auto-regulación empresarial es insuficiente para garantizar la correcta aplicación de políticas empresariales de RSE. En todo caso, conceptualmente se podría pensar en que ambas vertientes pueden aportar en la misma dirección de mejorar y expandir los marcos institucionales de la RSE para que haya una mayor confluencia entre os*

investigación, dos interpretaciones del Tribunal Constitucional que reconocen a la *RSE* como deber de la empresa, ambas citadas por Mónica Benítez Mendoza a raíz de la deducción del gasto contra el Impuesto a la Renta en un artículo pertinente⁴²⁸. La primera de ellas en el Pleno Jurisdiccional 0048-2004-PI-TC en el que el Tribunal dice: “...*Ser socialmente responsable no significa solamente cumplir plenamente las obligaciones jurídicas, sino también ir más allá del cumplimiento invirtiendo en el punto local y contribuyendo al desarrollo de las comunidades en que se inserta, sobre todo de las comunidades locales. En el marco del Estado Social y Democrático de Derecho de la Economía Social de Mercado y del Desarrollo Sostenible, la responsabilidad social se constituye en una conducta exigible a las empresas, de forma ineludible*”⁴²⁹. Nótese que este pleno reconoce el carácter mandatorio de la *RSE* en el quehacer empresarial del Perú, al que atribuye los caracteres de exigible e ineludible, lo cual es loable y marca la pauta constitucional respecto de la relación de la empresa con su entorno social. Esta interpretación verifica en el marco de la doctrina constitucional el trinomio empresa, mercado y estado en el desarrollo económico y social. En este mismo orden de ideas, la sentencia que resuelve el Expediente 03343-2007 PA/TC reconoce el vínculo *GC* y *RSE*, el Tribunal señala “...*En la actualidad, existe consenso en*

intereses privados y los intereses públicos”. Ver más en: Mesa Redonda sobre la Nueva empresa: Introducción a la Responsabilidad Social Empresarial, Themis 48.Ps. 243-250.

⁴²⁸ El Tribunal Constitucional se ha pronunciado igualmente por la responsabilidad social señalando que debe implicar el mantenimiento de un enfoque preventivo que favorezca su conservación, el fomento de inversiones en pro de las comunidades afincadas en el área de explotación; la búsqueda del desarrollo y la difusión de tecnologías compatibles con la conservación del ambiente, entre otras. Ser socialmente responsable no significa solamente cumplir plenamente las obligaciones jurídicas, sino también ir más allá del cumplimiento invirtiendo en el entorno local y contribuyendo al desarrollo de las comunidades en que se inserta, sobre todo de las comunidades locales [principio de desarrollo sostenible]. (*Exp. N° 0048-2004-AI, 01/04/05, P, FJ. 24*). En el marco del Estado Social y Democrático de Derecho, de la Economía Social de Mercado y del Desarrollo Sostenible, la responsabilidad social se constituye en una conducta exigible a las empresas, de forma ineludible. (*Exp. N° 0048-2004-AI, 01/04/05, P, FJ. 25*).

⁴²⁹ BENITEZ MENDOZA, Mónica. Responsabilidad Social. Derecho PUCP. No. 72.2014. Ps. 241-252.

indicar que la actividad empresarial siendo esencialmente lucrativa no se opone a que asuma su responsabilidad social. Los efectos que las empresas generan han suscitado que se tomen ciertas medidas a fin de lograr una inserción más pacífica de la empresa en la sociedad. Es así como se ha desarrollado el concepto de responsabilidad social de la empresa, que tiene diversos ámbitos de aplicación como el interno: el relativo al respecto de los derechos laborales de los trabajadores y al clima laboral interno, así como al buen gobierno corporativo; y en el externo que enfatiza más las relaciones entre la empresa y la comunidad y su entorno”⁴³⁰.

El Tribunal Fiscal, por su parte, ha hecho lo propio en algunas resoluciones según anota la misma Mónica Benítez. Así, en la resolución del Tribunal Fiscal 01424-5-2205 señala lo siguiente: “...*Se reconoció la causalidad de los gastos de responsabilidad social, en un supuesto en la que la recurrente había comprado bienes con el objeto de conservar el medio ambiente en la comunidad de Caravelí, aduciendo que la adquisición fue realizada para contrarrestar la contaminación a través de la reforestación y preparación de tierras para el sembrío de plantas en beneficio de los trabajadores de la mina y de las personas que viven alrededor de ella. Empero, como no se presentó documento alguno hubo otra prueba que demostrara la utilización de los bienes para los fines mencionados, se mantuvo el reparo...*⁴³¹. En otra resolución, Tribunal Fiscal 016591-3-2010, el Tribunal se pronuncia en el mismo sentido: “*Se aceptó la deducción de gastos incurridos en la entrega de bienes y prestación de servicios a los pobladores de las comunidades nativas de las áreas en las que la recurrente realizaba sus actividades. Se interpretó que dichos gastos no respondieron a una simple liberalidad, sino que por el contrario fueron realizados a fin de evitar conflictos*

⁴³⁰ Ibidem.

⁴³¹ Idem. P.246

*sociales que directamente pudieran afectar el normal funcionamiento del yacimiento y de más instalaciones de la recurrente...*⁴³².

De otro lado, en la literatura nacional sobre la materia, Parodi da cuenta que en el nivel legal Perú, la RSE se ubica básicamente en el derecho tributario, en el derecho laboral y en el derecho ambiental. En el derecho tributario, a nivel del impuesto a la renta, el investigador anota que el beneficio está orientado al tema de donaciones, consistente en un crédito especial del contribuyente donante contra el impuesto a la renta, el cual se encuentra limitado a organizaciones de carácter cultural o educativo: “...*Se ha incorporado como gastos deducibles del Impuesto a la Renta de manera expresa (Ley 27804, publicada el 02 de agosto del 2002, en vigencia a partir del 01 de enero de 2003), los gastos por concepto de donaciones otorgados a favor de entidades sin fines de lucro, cuyo objeto social comprenda uno o varios de los siguientes fines: beneficencia, asistencia o bienestar social, educación, cultura, científica, artística, literaria, deportiva, salud, patrimonio histórico, cultural, indígena y “otros de fines semejantes”, siempre que dichas entidades cuenten con la calificación previa por parte del MEF mediante Resolución Ministerial...*”⁴³³. En el derecho laboral, señala el investigador, ha habido importantes mejoras en el régimen de trabajadores discapacitados, deducción de gastos de salud, educación y otros contra el impuesto a la renta, no discriminación en materia laboral, condiciones de trabajo, especiales en las empresas mineras, beneficios especiales para las madres⁴³⁴. En derecho ambiental, finaliza Parodi, están el Código Medio Ambiente, normas administrativas o sectoriales específicas (PAMAS, EIA, etc.).

⁴³² Idem. P.247

⁴³³ PARODI, Beatriz. La Nueva Empresa; Introducción a la Responsabilidad Social Empresarial. En Revista Themis 48. Revista de Derecho. P. 249.

⁴³⁴ Ibidem.

Dicho todo esto entonces, de manera extensa si es posible re-expresar *GC* en términos de *RSE* en nuestro país, en la medida que las fuentes judiciales, tributarias y de otros cuerpos normativos de índole legal, están incorporando la *RSE* a la actividad empresarial en conjunción con el *BGC*, aun cuando teórica y positivamente la *LGS* y las normas propias de *GC* parezcan inciertas sobre ellas, demandando una labor inmediata y acuciosa que calce y zanje definitivamente la incongruencia planteada.

Enrique Fernández Maldonado Mujica, señala, sin embargo, que de acuerdo con un reciente informe de la Organización del Trabajo (OIT), el 70% de la fuerza laboral peruana trabaja en la informalidad, sin acceso a derechos laborales y sociales básicos, comprobado con mayor carácter aun en la pandemia del 2020. Asimismo, los trabajadores peruanos reciben los salarios promedios más bajos de la región, mientras que la situación de riesgo ocupacional y de explotación laboral se encuentran entre los más altos. Entre otras razones que anota el sociólogo para que esto suceda, son la baja tasas de sindicalización y una legislación laboral que no expresa de manera adecuada los intereses de los trabajadores⁴³⁵.

De otro lado, coincidimos con Baltazar Caravedo que la *RSE* en el Perú se encuentra limitada en gran medida a la esfera de la gran empresa⁴³⁶, elemento que a nuestro modo de ver, influye entre otras cosas, en la tasa de informalidad y salarios bajos reportados por la OIT. Por ello, coincidimos también con Caravedo que señala que uno de los desafíos más importantes en nuestro país, al igual que en el caso de *GC*, es extender la práctica de la *RSE*

⁴³⁵ FERNÁNDEZ-MALDONADO MUJICA, Enrique. Los trabajadores, sus organizaciones y la responsabilidad social empresarial en el Perú. Derecho PUCP. No. 64.Ps. 281-298.

⁴³⁶ Fenómeno similar por el que atraviesa el *BGC*, ya advertido por nosotros.

a la mediana y pequeña empresa, que constituyen el cuerpo de empresas más numerosas del Perú⁴³⁷.

En materia de infraestructura y facilidades esenciales, el empleo de asociaciones públicas privadas (“APPs”), los mecanismos de obras por impuestos y la reciente participación de los *Project Managers* o *PMOs*⁴³⁸ en la realización de obras públicas con ojo privado y especializado, son un gran avance del rol de la empresa privada en el quehacer público y la *RSE* de nuestro país, que aun cuando se ha visto opacadas por el caso Odebrecht, debe seguir impulsándose y perfeccionando.

4.2.1 El Enfoque ASG en el Perú

Siguiendo la línea de lo anterior, no queremos dejar pasar en el análisis de esta sección, la implementación del “*Enfoque ASG*” en nuestro país que combina Ambiente, Social y Gobernanza, reflejando la fusión o punto de encuentro entre *GC* y *RSE* en un solo cuerpo, como ya referimos en el capítulo primero. El enfoque conjuga la buena gobernanza con el ejercicio de buenas prácticas ambientales y sociales (planeta y gente), insertando en la buena gobernanza corporativa la ciudadanía corporativa en el medio ambiente (huella de carbono, cambio climático, transición energética y biodiversidad) y la sociedad (línea de base, bienestar y desarrollo socio-económico), e incorporando a las buenas prácticas internas y externas el impacto de las actividades empresariales en el ecosistema ambiental y su entorno comunitario y social. En las mediciones de reputación corporativa y de gobernanza

⁴³⁷ CARAVEDO, Baltazar. La Nueva Empresa: Introducción a La Responsabilidad Social Empresarial. Mesa Redonda. Op. Cit. P. 246.

⁴³⁸ *PMOs* son empresas especializadas en la gestión de proyectos, con expertise en determinadas áreas. Aquí tenemos el caso, por ejemplo, de las obras de los Panamericanos 2019, gestionada a través de *PMOs*, obra que ha sido muy aplaudida por la gran mayoría de peruanos.

corporativa, que realizan, por ejemplo, LVM, Merco y la BVL a través de los índices de gobernanza corporativa, podemos encontrar diferentes empresas de diversos sectores productivos que tienen este enfoque. La medición *Merco Responsabilidad y Gobierno Corporativo*, mide la reputación corporativa en responsabilidad y *GC* en una ficha técnica que contiene encuestas a expertos en responsabilidad social, miembros de ONGs, sindicatos, asociación de consumidores, entre directivos, analistas financieros, periodistas económicos, arrojando una lista de las mejores cien empresas, que en el 2019 comprende entre las diez primeras a Interbank, Backus, Natura Cosméticos, BBVA, Ferreycorp, Alicorp, BCP, Scotiabank y Procter and Gamble⁴³⁹. En esta lista podemos observar que los primeros ocho puestos son ocupados fundamentalmente por empresas del sector financiero y algunas industriales. Entre las empresas extractivas se encuentran Minera Antamina en el puesto 38, Petroperú en el puesto 62, Pluspetrol en el puesto 70, Compañía de Minas Buenaventura en el puesto 79 y Minera las Bambas en el puesto 98, reflejando menores marcadores pero una gran preocupación por la gobernanza ASG. Por su parte, la BVL, creó hace unos años, el Índice *S&P/BVL IBGC*⁴⁴⁰ diseñado para reflejar el comportamiento de los precios de las acciones de aquellas compañías que adoptan buenas prácticas de gobierno corporativo. El peso de cada componente era determinado en función de su capitalización ajustada por *free-float* multiplicada por un factor de gobierno corporativo. El universo de acciones elegibles para este índice eran los componentes del S&P/BVL Perú General, integrado por muchas de las empresas que aparecen en el índice Merco (Intercorp, Alicorp, Ferreycorp. Engie, Buenaventura, etc..) que incluyen el Enfoque ASG. Compañías como Antamina, Yanacocha, Buenaventura, Cerro Verde, Southern Peru y Barrick del sector minero

⁴³⁹ Lista similar a la del 2021.

⁴⁴⁰ En sociedad con S&P Dow Jones del NYSE. Las reglas de *GC* se fundan en el Código de *BGC* del 2013.

reconocen en sus reglas de *GC* la responsabilidad social, la gestión ambiental y el desarrollo sostenible, incorporando a su medición los ISOs 14001, 18001, 26000⁴⁴¹, 37001⁴⁴² y 37301⁴⁴³ sobre gestión ambiental, sistemas de salud y seguridad industrial, responsabilidad social y anticorrupción, respectivamente. En la misma orientación se hallan empresas petroleras como Pluspetrol y Petroperu⁴⁴⁴. El cumplimiento de las políticas ASG así como su medición generan no solo mejoras en la imagen reputacional de las empresas, sino que fundamentalmente impacta en menores costos de financiamiento, mayor rentabilidad⁴⁴⁵ y principalmente en la viabilidad de las

⁴⁴¹ El ISO 26000, proporciona orientación sobre los principios que subyacen en la responsabilidad social, el reconocimiento de la responsabilidad social y el involucramiento con las partes interesadas, las materias fundamentales y los asuntos que constituyen la responsabilidad social y sobre las maneras de integrar un comportamiento socialmente responsable en la organización. Esta Norma Internacional hace énfasis en la importancia de los resultados y mejoras en el desempeño de la responsabilidad social.

⁴⁴² El ISO 37001, como herramienta de cumplimiento, refleja las buenas prácticas internacionales y puede ser utilizado en todas las jurisdicciones. Es aplicable a las organizaciones pequeñas, medianas y grandes en todos los sectores, incluidos los sectores públicos, privado y sin fines de lucro. Los riesgos de soborno que enfrenta una organización varían en función de factores tales como el tamaño de la organización, los lugares y sectores en los que opera la organización y la naturaleza, magnitud y complejidad de sus actividades. El abordaje del ISO Anti-soborno se concentra en: soborno en los sectores público, privado y sin fines de lucro; soborno por parte de la organización; soborno por parte de personal de la organización que actúa en nombre de la organización o para su beneficio; soborno por parte de socios de negocios de la organización que actúan en nombre de la organización o para su beneficio; soborno a la organización; soborno del personal de la organización en relación con las actividades de la organización; soborno de los socios de negocios de la organización en relación con las actividades de la organización y; soborno directo e indirecto (por ejemplo, un soborno ofrecido o aceptado por o a través de un tercero).

⁴⁴³ El ISO 37301, refleja Un sistema de gestión del *compliance* eficaz y que abarque a toda la organización permite que la organización demuestre su compromiso de cumplir con las leyes, requisitos regulatorios, códigos de la industria y las normas de la organización pertinentes, así como con las normas de buena gobernanza, las mejores prácticas generalmente aceptadas, la ética y las expectativas de la comunidad. Uno de los objetivos del ISO 37301 es ayudar a las organizaciones a desarrollar y difundir una cultura positiva de *compliance*, teniendo en cuenta que una gestión eficaz y sólida de los riesgos relacionados con *compliance* debería considerarse como una oportunidad para perseguir y aprovechar, debido a los diversos beneficios que proporciona a la organización, como, por ejemplo: mejorar las oportunidades de negocio y la sostenibilidad; proteger y mejorar la reputación y la credibilidad de una organización; tener en cuenta las expectativas de las partes interesadas; demostrar el compromiso de la organización en la gestión de sus riesgos de *compliance* de forma eficaz y eficiente; aumentar la confianza de terceras partes en la capacidad de la organización para lograr un éxito sostenido; minimizar el riesgo de que se produzca una infracción que conlleve costos y daños a la reputación.

⁴⁴⁴ En el caso de la petrolera estatal, Petroperu, por ejemplo, se siguen o se hallan en procesos de certificación, los siguientes ISOs: 9001, sobre gestión de calidad, 14001, sobre sistemas de gestión ambiental 31000 sobre gestión de riesgos, 37001 y 37301 sobre gestión de *compliance*, y 45001, sobre sistemas de seguridad y salud en el trabajo.

⁴⁴⁵ BOZA DIBOS, Beatriz. Op. cit.

operaciones y el acceso a nuevos negocios y fuentes de financiamiento⁴⁴⁶, que se pueden traducir e impulsar de acuerdo al sector, el tamaño empresarial y compromiso de responsabilidad social adquirido, como por ejemplo: puntajes adicionales para licitaciones públicas, facilidades de acceso a créditos del sector privado y público, fomento de innovación tecnológica, estímulos tributarios entre otros que se acuerden en función de políticas públicas.

Al cierre de esta tesis (2021-2022), la BVL ha sustituido el Índice *S&P/BVL IBGC* por el *Indice ESG*, con características similares al índice anterior pero con un claro énfasis de gobernanza, ambiental y social, en la que se hallan empresas como Engie, Alicorp, BBVA, Minsur y Credicorp, entre otras. Según informa EY en la Guía NIIF sobre consideraciones contables y financieras para el 2022-2023 ⁴⁴⁷, la SMV aprobó la Resolución de Superintendente N° 033-2015-SMV/01, con la finalidad de obtener información sobre las políticas, los estándares y acciones que los emisores vienen implementando para asegurar su sostenibilidad, creando valor a largo plazo, así como información acerca de sus actividades y gestión de riesgos inherentes al desarrollo económico, medioambiental y social, que requiere que las empresas emisoras presenten un Reporte de Sostenibilidad Corporativa como anexo a su memoria anual. Según el mismo informe, durante el año 2020, la Mesa de Trabajo Ambiental, Social y de Buen Gobierno (ASG) del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales, con el apoyo del Programa de Inversión Responsable (PIR), desarrolló una propuesta de mejora del Reporte de Sostenibilidad Corporativa (RSC), como resultado del

⁴⁴⁶ Así, tenemos en la Bolsa de Valores de Lima, diversas emisiones de “financiamiento verde” en distintos sectores de la economía como el inmobiliario, energía, industrial y financiero. Igual tenemos diversos créditos de la Corporación Financiera Internacional a Cofide en la modalidad social y ambiental, a través de los denominados bonos sociales otorgados, por ejemplo, al Banco Pichincha.

⁴⁴⁷ ERNST & YOUNG. GUIA NIIF Consideraciones Contables y Financieras 2022-2023. Ernst & Young Consultores S. Civil de R.L..Ps 215-216.

trabajo coordinado entre los miembros permanentes e invitados del sector privado en dicha mesa. Esta propuesta fue analizada por la SMV, dando como resultado un nuevo RSC acorde a las actuales tendencias, lo que permitirá a los accionistas, inversionistas y otros grupos de interés contar con información relevante y precisa en sostenibilidad, así como a alinear el mercado peruano a los mejores estándares, la propuesta fue aprobada mediante Resolución de Superintendente N° 018-2020-SMV/02. Las dimensiones que evalúa el formato de Reporte de Sostenibilidad Corporativa son: en Medio Ambiente y Cambio Climático: Política ambiental Emisiones de Gases de Efecto Invernadero, Agua. Energía, Residuos sólidos. En la parte Social: Grupos de interés, Derechos laborales y Derechos humanos. Información complementaria: Certificación internacional y Otro reporte de sostenibilidad

4.2.1.1 Reportes No Financieros y Rentabilidad ASG

Siguiendo la línea del mismo Informe de EY, se puede verificar la gran tendencia de las políticas ASG en la parte económico-financiero y contable de la actividad empresarial del Perú, a través de los reportes no financieros proporcionada (similarmenete válido también para Deloitte, KPMG y PwC), que señala que la pandemia de COVID-19 ha sido un punto de inflexión para los enfoques impulsados por los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), tanto en las comunidades de inversionistas como en las empresas, resultando ser una catalizadora para la integración ESG/ASG en la toma de decisiones de los inversionistas y la estrategia corporativa. Esto se debe, según la guía, principalmente a que la pandemia de COVID-19 ha actuado como una llamada de atención para las economías mundiales, proporcionando una visión de cómo el riesgo climático podría amenazar el tejido económico y social, centrando la atención en las desigualdades sociales y los riesgos de mano

de obra, exigiendo cada vez a las empresas que vayan más allá de sus obligaciones legales y asuman la responsabilidad de su impacto en ESG/ASG⁴⁴⁸.

La Guía señala que los estándares globales para la generación de reportes de información no financiera requieren de información precisa, comparativa y sólida para brindar la calidad y la cobertura necesarias de las divulgaciones no financieras, lo cual es más urgente que nunca a medida que las organizaciones siguen cambiando sus modelos de negocio para volverse más sostenibles, escenario en la que. muchas han comenzado a nombrar directores de sostenibilidad (CSO, por sus siglas en inglés) para ayudar a impulsar la formulación y ejecución de su transición. Entre los principales marcos y estándares de Sostenibilidad que señala EY, reproducimos los siguientes:

- i) El Value Reporting Foundation, fundada en junio 2021, a través de la fusión del International Integrated Reporting Council (IIRC) y el Sustainability Accounting Standards Board (SASB), que constituye la integración de dos entidades que se centran en creación de valor empresarial. Según el Informe, surge como respuesta a la exigencia de empresas e inversionistas globales sobre la simplificación y claridad de información no financiera en un panorama mundial complejo donde los impactos de la pandemia mundial 217 Guía NIIF 2022 - 2023 por COVID-19, el cambio climático y la creciente desigualdad se están intensificando y por lo cual los conceptos de sostenibilidad y valor intangible han cobrado mayor importancia.
- ii) El Global Reporting Initiative (GRI), que es una organización internacional independiente que ayuda a las empresas, gobiernos y otras organizaciones, a comprender y comunicar los impactos del negocio en temas prioritarios de sostenibilidad como: cambio

⁴⁴⁸ ERNST & YOUNG. GUIA NIIF Ibidem. Ps 212-264.

climático, derechos humanos, corrupción, entre otros, a través de los Estándares GRI, que utilizan un lenguaje común para las organizaciones, grandes o pequeñas, privadas o públicas, para informar sobre sus impactos en la sostenibilidad de una manera coherente. Según el Informe, apuntan a mejorar la comparabilidad global y permite que las organizaciones sean transparentes y responsables.

iii) Measuring Stakeholder Capitalism, originada en el Annual Meeting 2020 en Davos, en el cual 120 de las empresas más grandes del mundo apoyaron los esfuerzos para desarrollar un conjunto básico de métricas y divulgaciones comunes sobre REPORTE NO FINANCIEROS 218 Guía NIIF 2022 - 2023 sobre factores no financieros para sus inversionistas y otros grupos de interés.

iv) Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD). Informa EY que el Financial Stability Board estableció el TCFD para desarrollar recomendaciones para divulgaciones más efectivas relacionadas con el clima que podrían promover decisiones más informadas de inversión, crédito y suscripción de seguros y, a su vez, permitir que los grupos de interés comprendan mejor las concentraciones de activos relacionados con el carbono en el sector financiero y las exposiciones del sistema financiero a los riesgos relacionados con el clima. Es así que, según informa EY, en 2017, el TCFD publicó recomendaciones de divulgación financiera relacionadas con el clima diseñadas para ayudar a las empresas a proporcionar mejor información para respaldar la asignación de capital informada. De manera anual, según el informe, EY publica el Global Climate Risk Disclosure Barometer que proporciona una visión global del creciente enfoque corporativo en los riesgos y oportunidades climáticos a medida que la presión de todos los grupos de interés los coloca como prioridad en los Directorios y en la agenda ejecutiva de las empresas. La investigación se basa en divulgaciones públicas de empresas sobre la adopción del TCFD en sectores

altamente impactados por el cambio climático, incluyendo las divulgaciones públicas de más de 1,100 empresas en 42 jurisdicciones.

v) **Objetivos del Desarrollo Sostenible (ODS):** Según el informe, la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible se lanzó en 2015 para poner fin a la pobreza y encaminar al mundo por un camino de paz, prosperidad y oportunidades para todos en un planeta saludable. Los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) exigen nada menos que una transformación de los sistemas financieros, económicos y políticos que gobiernan las sociedades de todo el mundo para garantizar los derechos humanos. Cada objetivo tiene metas específicas que deben alcanzarse con el trabajo conjunto de gobiernos, el sector privado y la sociedad civil; en total los 17 ODS cuentan con 169 metas y 230 indicadores para el monitoreo de su cumplimiento. Según el mismo informe, de las 169 metas, 88 requieren de un rol activo del sector privado, 135 requieren acciones de gobiernos nacionales, 54 requieren cooperación y coordinación internacional, y 100 requieren acciones de gobiernos locales.

4.2.1.2 Gobernanza ASG de Brazos Largos

Consideramos que en la línea del desarrollo económico y social, así como la sostenibilidad social y ambiental en el escenario de la buena gobernanza de nuestras empresas, se halla lo que proponemos como *Gobernanza ASG de Brazos Largos*, y a la que nos hemos referido antes en este capítulo de manera somera. A través de los brazos largos, proponemos que la Gobernanza ASG sea implementada y trasladada al ecosistema de producción de la cadena de valor de la actividad empresarial. Esta política que constituye una propuesta singular de nuestro pensamiento, se funda en el concepto de la Teoría del Equipo de Producción, a través de la cual, los intereses de todo el equipo deben conversar y promoverse de la manera más eficiente, competitiva, productiva y rentable en el marco de la

buena gobernanza y la sostenibilidad ambiental y social. Debemos señalar, igualmente, que también se deriva de la preocupación por el cambio climático y los objetivos trasados por el Acuerdo de París del 2015, reflejado en la política de Naciones Unidas que llevó a la creación de talleres de trabajo para el *Global Partnership For Advancing Sustainable Production and Consumption* en el 2019, en los cuales, se discutió sobre la creación de políticas de gobierno corporativo de lucha contra el cambio climático, en las que se vio la necesidad de crear cadenas de valor gobernanza corporativa que se puedan desarrollar en los ecosistemas empresariales sobre producción y consumo responsable en la lucha contra el cambio climático, la mismas que se pueden cristalizar a través de la gobernanza de brazos largos. La denominación “*brazos largos*” viene de la política de ejercicio y control regulatorio que ejercen los órganos jurisdiccionales y de control regulatorio de los Estados Unidos relativos a diversas áreas de actividad legal que muchas veces se ve en el campo internacional (“*Long-arm statutes*”⁴⁴⁹): en el lado penal internacional, como por ejemplo, a través de la identificación de delitos y ejecución de medidas penales extraterritoriales contra los derechos humanos y corrupción y, en otros casos, como es para todos conocido, cuando puede existir una amenaza de la seguridad interna desde fuera del territorio. En el mercado de capitales y valores mobiliarios, el SEC norteamericano aplica esta política a través de la “*Regulación S*” que regula la conducta de emisores de valores fuera de los Estados Unidos que repercutan o puedan repercutir dentro del territorio de los Estados Unidos y/o en inversionistas americanos. En nuestro país, se ha podido comprobar la efectividad de este tipo de políticas

⁴⁴⁹ GUIFIS, STEVEN H. Dictionary of Legal Terms, A Simplified Guide to the Language of Law. Barron's Educational Series, Inc., 1982. P.263. Gifis define al *Long-Arm Statutes*, como la ley que permite al foro local asumir jurisdicción sobre demandados no residentes cuando la causa de la acción genera efectos locales sobre los demandantes. La jurisdicción extendida se autoriza cuando los contactos de los no residentes demandados con el foro local son substancialmente suficientes.

a nivel local cuando las empresas más grandes arrastran a las medianas y pequeñas, en el cumplimiento de normas laborales y tributarias, arrastre que puede ser empleado adicionalmente a las políticas ASG.

El traslado ASG puede ser implementado en distintos ámbitos de acción, que incluyen políticas medio ambientales, sociales y de buena gobernanza, que además, contengan un claro concepto de desarrollo entre sus objetivos. Así, políticas medio ambientales pueden trasladarse muy fácilmente a la cadena de suministros de las empresas grandes y/o medianas, como por ejemplo, de energías renovables, economía circular y/o reciclables. Esto se puede desarrollar a través de los términos de referencia de licitaciones, órdenes de compra y/o suministro, pero mejor aún, a través de una misión compartida en el ecosistema productivo que se puede desarrollar a través de talleres y capacitación conjunta. Asimismo, en la acción social, pueden implementarse políticas de mejora y desarrollo de las comunidades en las que la producción impacta, con la creación de facilidades esenciales, nutrición, salud y educación a través de asociaciones público privadas y obras con impuestos con la colaboración de todo el ecosistema y/o cooperación que se vio, por ejemplo en la etapa más crítica de la pandemia en el 2020. Las buenas prácticas de gobernanza pueden ser igualmente trasladadas en la cadena de valor, a través de normas de institucionalidad, buena ciudadanía corporativa, cumplimiento e integridad.

La acción conjunta de implementación de políticas ASG al ecosistema de producción puede conllevar, además, la *coopetencia*, es decir, la competencia y cooperación conjunta, de empresas grandes, medianas y pequeñas en la creación de polos de desarrollo económico y social, con la creación de *clusters* y *hubs* en sectores como energía, agroexportación, turismo, entre otros.

A través de la gobernanza ASG de *Brazos Largos*, puede trasladarse y generarse así, una cultura corporativa de desarrollo en los que la empresa en coordinación con el mercado, estado y la sociedad, trabajan de la mano en la creación de bienestar para sus ciudadanos.

4.2.2 Empresas BIC en el Perú

En línea de lo anterior, la Ley 31072 del 02 de noviembre del 2020 (publicada el 24 de noviembre del 2020), creó las Sociedades de Beneficio e Interés Colectivo, denominada *Sociedades BIC o Empresas BIC*. Según el artículo tercero de la norma, la sociedad de beneficio e interés colectivo es una persona jurídica societaria, constituida válidamente bajo alguno de los tipos societarios previstos en la LGS, que se obliga por su propia voluntad a generar un impacto positivo, integrando a su actividad económica la consecución del propósito de beneficio social y ambiental elegido. La ley ha sido complementada con su Reglamento el Decreto Supremo 004-2021-PRODUCE, del 23 de febrero del 2021.

Según Hundskopf, este tipo de empresas constituyen empresas que favorece el dinamismo y potencia de la economía de triple impacto de nuestro país, dado que ponderan el beneficio económico con el impacto social y ambiental, lo cual constituye un gran avance de nuestra legislación⁴⁵⁰, posición con la cual coincidimos, en principio. De esta manera, según, Hundskopf, las empresas BIC, integran a la actividad económica la consecución del propósito de beneficio social y ambiental elegido por ésta: *“En consecuencia, el requisito para ser reconocida como sociedad BIC, es tener además del fin lucrativo, un propósito de beneficio social y ambiental que deberá quedar plasmado en el estatuto social, y por lo tanto,*

⁴⁵⁰ Idem. HUNDSKOPF EXEBIO, OSWALDO. Un nuevo marco legal societario, empresarial o corporativo, y sus múltiples innovaciones. Ps 17-22.

*estar integrado a su actividad económica”*⁴⁵¹. En la misma medida, German Ríos, Profesor de Economía de la Universidad IE de España, manifiesta que las *Empresas B* fueron creadas en el 2007 en Estados Unidos, con el objeto de emplear herramientas de mercado para resolver problemas sociales y ambientales. En este contexto, señala Ríos, los accionistas, su directorio y gerencia se hallan comprometidos a considerar los intereses no financieros al mismo nivel que los financieros, asumir la gestión de impactos sociales y ambientales con el mismo rigor que los financieros y a aprobar una evaluación externa frente a parámetros robustos y reconocidos⁴⁵². Apunta Ríos, que en el 2012, se creó *Sistema B* en apoyo de estas empresas en América Latina, una organización global creada para lograr que el éxito económico se mida por el bienestar de las personas, la sociedad y la naturaleza. *Sistema B* apoya el ecosistema que fortalece a las *Empresas B* y a otros agentes económicos con una nueva visión de éxito económico que permite alinear los intereses de los mercados y de las empresas con los intereses de la sociedad, sumando un modelo práctico de construcción de capital social, promoviendo la colaboración y la confianza entre las comunidades, *Empresas B*, grandes compañías, agentes de políticas públicas, inversionistas, academia y líderes de opinión. En la actualidad, nos refiere Ríos, existen alrededor de cinco mil *Empresas BIC* certificadas en el mundo, 856 en Latinoamérica y más de 50,000 que han empleado las herramientas de *B Lab* para mejorar su gestión social y ambiental. Son requisitos de certificación como *Empresas B*, llevar más de doce meses de operación, operar en un mercado competitivo, ser entidades con fines de lucro y la producción socio-ambiental debe incluir todas las áreas de gestión de la empresa. La acreditación permite a las *Empresas BIC*

⁴⁵¹ Idem. P 18

⁴⁵² RIOS MENDEZ, GERMAN. *Empresas BIC en Latinoamérica*. Material de Trabajo. Universidad IE, España. 2022.P 3.

acreditadas a áreas de negocios innovadores y de mucha oportunidad en el clima de inversiones actual, accediendo así a mayores opciones de inversión y financiamiento, a menores costos. En la actualidad existen alrededor de seis empresas BIC peruanas certificadas.

A nuestro modo de ver, las *Empresas B*, cumplen una función de vehículos de inversión con contenido económico, social y de medio ambiente (sostenibilidad), como instrumentos de aceleración del cambio y de implementación de políticas ASG, sirviendo de bisagra y transición entre la forma tradicional de gestión de la actividad empresarial y la gestión en la economía verde, colaborativa y competitiva, pero sirviendo, al mismo tiempo, de agentes directos de ese cambio. Como ya señalamos, las *Empresas BIC* acreditadas, tienen nuevas oportunidades de negocios y de inversión y financiamiento, es decir, oportunidades de mercado que al mismo tiempo sirven para vincular tejidos del mercado que configuren vehículos de desarrollo económico y social. En nuestro país, las *Empresas BIC*, pueden y podrán tener acceso a estas nuevas oportunidades, sirviendo en muchas áreas donde las grandes empresas pueden y podrán invertir, según hemos visto, en la producción de bienes y servicios privados con connotaciones públicas, pero también de medio ambiente, en sectores como energía, agroexportación y turismo, que se hallan directamente vinculados a los sectores más dinámicos y de mayor productividad de nuestra actividad económica pero también en sectores como nutrición, salud y educación que son sectores básicos de la inversión estatal y del desarrollo económico y social. En esta misma medida, las *Empresas BIC* pueden ser grandes actores en la generación *ASG Brazos Largos* en la formación de clusters y hubs antes mencionados al lado de empresas grandes, empresas estatales y entidades públicas (municipalidades, gobiernos regionales, entidades ejecutoras y ministerios). Siguiendo, además, lo ya señalado antes con relación al financiamiento verde,

es muy posible, que en la actualidad y en el futuro cercano, todas las empresas coincidan con las características de las *Empresas BIC*.

4.3 Deberes Fiduciarios en el Perú

Autores como Payet sostienen que los *DFs* tienen un adecuado tratamiento en nuestra LGS⁴⁵³. Es de observarse, sin embargo que, si bien los *DFs* son parcialmente señalados en la LGS, en nuestro criterio no se hallan adecuadamente distinguidos ni desarrollados por nuestro sistema legal como es fácil colegir luego de lo observado en el segundo capítulo de esta investigación. La mera enunciación de estos deberes no basta, dado que constituye un cascarón que no recoge conductas claras y típicas que desarrollen el contenido de las normas que enuncia.

Cabe mencionar que si bien el Proyecto de la Ley General de Sociedades del 21 de mayo del 2021 (PLGS), incluye con mayor detalle y profundidad los *DFs*, aún subsisten desafíos para asegurarlos con profundidad en la estructura básica de la conducta de los directores, gerentes y funcionarios en el entorno del *BGC*, si lo comparamos con las normas de Delaware vistas en el segundo capítulo. Sobre el PLGS comentaremos limitadamente por no haberse convertido en norma aún.

4.3.1 El Deber de Cuidar

Tenemos en este marco que el Deber de Cuidar o el *deber de actuar con la debida diligencia* del artículo 171 de nuestra LGS no desarrolla con claridad la conducta concreta o aproximada del tipo legal o estándar que constituye este deber, como los deberes que

⁴⁵³ Según Payet, tendríamos que, utilizando la terminología general del Código de Comercio, la LGS establece los deberes de diligencia y lealtad de los administradores señalando que los directores deben desempeñar con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal, que citando a Garrigues, tiene como su equivalente funcional al buen padre de familia (prototipo de la diligencia civil)

componen el Deber de Cuidar de los *DFs* ya vistos: el deber de vigilar, el deber informarse e informar, el deber de actuar de buena fe, el deber de tomar decisiones en la creencia que actúa el mejor beneficio para la empresa, entre otros deberes que comprenden el Deber de Cuidar analizados en el segundo capítulo y que forman parte del derecho corporativo comparado, especialmente, el proveniente de las fuentes originarias del derecho anglosajón.

A lo dicho debe agregarse, que el Deber de Cuidar en la misma LGS contiene algunos problemas, que advierte el propio Payet. Así tenemos que la LGS si bien al igual que la Regla del Criterio de Negocios sanciona el fraude, el dolo o la negligencia grave y, no la negligencia leve, la acción de responsabilidad encierra dificultades procesales, que blindan a los accionistas mayoritarios. Payet señala que el principal problema con la acción social de responsabilidad reside en las exigencias que la ley impone para su ejercicio, la cual procede solo si lo acuerda la junta general de accionistas, o si no, habiéndolo acordado la Junta, cuando la acción la ejercen accionistas que representen cuando menos un tercio del capital social (artículo 181 de la LGS). Esta valla resulta ser muy elevada para los socios minoritarios, que en la práctica más parecería una disposición que garantiza la impunidad de la mayoría que una norma que proteja a la minoría. Tenemos, igualmente, que el Deber de Informar, probablemente uno de los deberes más importantes que regulan la conducta de los administradores para el *GC* y los *DFs*, se halla prácticamente confinado al bloque controlador. Tengamos en cuenta que, según la Teoría de los Mercados Eficientes, cada segmento del precio de un valor, es directamente proporcional a la información que existe sobre éste en el mercado, por lo que el acceso a la información sobre la marcha corporativa es y debe ser inmanente a todos los accionistas⁴⁵⁴. En efecto, en las sociedades que no tienen

⁴⁵⁴ MALKIEL, Burton G., FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.1970.

calidad de abiertas, el derecho de información de los accionistas hasta hace poco se ejercía en la junta general y se limitaba en asuntos materia de la convocatoria⁴⁵⁵. Payet se quejaba con razón que si bien los accionistas con una participación no menor al veinte por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto podían exigir la convocatoria a junta general, esta facultad no estaba abierta para las minorías que tenían un porcentaje inferior, que en todo caso resultaba siendo un mecanismo engorroso y complicado para el simple acceso a la información sobre la marcha de la sociedad⁴⁵⁶. Si bien estas exigencias se han reducido últimamente a través del artículo 52-A de la LGS⁴⁵⁷ a los minoritarios que alcancen por lo menos el 5% de la participación social, no se entiende por qué aquellos con una participación menor no tienen acceso a la información.

Cabe una mención especial sobre el PLGS, que abarca la Regla del Criterio de Negocios en el artículo 154, que distingue con precisión la decisión de negocios de la responsabilidad en el ejercicio del cargo de los directores, a través de la protección de la discrecionalidad empresarial en los negocios, lo cual consideramos un avance importante de nuestra normativa, pues muchas veces, en el ámbito de la responsabilidad, se pretende sancionar a los directores, gerentes o funcionarios por decisiones de negocios, cuyo riesgo, como ya se dijo, es inmanente al negocio mismo.

4.3.2 El Deber de Lealtad

Por su parte, en este extremo, si bien el mismo artículo 171 y, otras normas de la LGS, imprime más contenido que en el Deber de Cuidar, describiendo las principales circunstancias en las que se concreta el deber, existe igualmente la limitante procesal para el

⁴⁵⁵ PAYET, Jose Antonio. Idem. P.100.

⁴⁵⁶ Idem.Ps. 100-101.

⁴⁵⁷ Incorporado por la Ley 29566 del 28 de Julio del 2010.

ejercicio de la acción de responsabilidad con la remarcación especial que el impedimento del ejercicio de dicha acción perjudica sustancialmente el derecho del minoritario de ejercerla cuando los mayoritarios violan el Deber de Lealtad, considerando que el grupo más afectado por la deslealtad es normalmente el minoritario. Según Payet, comprenden este deber en la LGS, el deber de independencia de los administradores (artículo 173, independencia de los directores), que hace énfasis en que los *DFs* se tienen con la sociedad y de todos sus accionistas y no de los accionistas con cuyos votos fueron designados administradores; el deber de reserva (artículo 171), que obliga a los directores a no revelar información sobre los negocios sociales, con disposiciones más estrictas para el caso de las empresas listadas en bolsa (artículo 40 y siguientes de la LMV) empleo de información privilegiada); la prohibición de que los directores adopten acuerdos que cautelen sus propios intereses o los de terceros relacionados y no el interés social (artículo 180, auto-beneficio); la prohibición de que los directores empleen en beneficio propio las oportunidades comerciales de que tuvieron conocimiento en virtud de su cargo y que compitan con la empresa (artículo 180, doctrina de la oportunidad corporativa); la obligación de los directores que tengan interés en un asunto, de informarlo a la sociedad y de abstenerse de participar en la deliberación y votación de dicho asunto en el directorio (artículo 180, conflicto de interés); la prohibición que los directores y personas vinculadas a éste, celebren contratos con la sociedad, salvo que se trate de contratos normalmente celebrados por la sociedad y que se convengan en condiciones de mercado o que sean aportados por el directorio con el voto favorable de dos tercios de sus miembros (artículo 179, criterios del procedimiento y la transacción justa).

A lo dicho, debemos anotar que en nuestro medio una adecuada regulación e implementación del Deber de Lealtad es crítico al sistema legal que regula la empresa, considerando que la concentración de la propiedad y control del accionariado de las empresas

es similar a la de la región, que viene acompañada de un alto grado de expropiación y opresión de los recursos de los inversionistas y accionistas minoritarios que debe ser protegidos a través del Deber de Lealtad. Como sostiene Payet, aun en las grandes empresas y en las sociedades anónimas que podríamos denominar abiertas en nuestro país, difícilmente se encuentran sociedades anónimas de accionariado disperso, prevaleciendo más bien estructuras con bloques accionariales de control, generalmente mayoritarios, con presencia de accionistas minoritarios: "...En este sentido, la realidad de las grandes empresas peruanas es más parecida al modelo europeo que al modelo anglosajón..."⁴⁵⁸. Recordemos aquí que la realidad europea contiene grandes bloques que concentran el control de las empresas a diferencia de Estados Unidos, como bien aseveran Marco Becht y Alisa Roel: "...En muchos países el tamaño promedio de los bloques accionarios en compañías listadas es de más de 50%, lo que sugiere que el control por parte de un tenedor de un bloque es la regla en lugar de la excepción; y en ningún país europeo incluido en el estudio el bloque accionario promedio es inferior al 5% promedio requerido para que sea obligatorio presentar información...Nótese, por ejemplo, que mientras que en los Estados Unidos en más del 50% de las compañías el bloque accionario promedio es menor al 5% de las acciones, en Austria o Alemania prácticamente no existen tales compañías..."⁴⁵⁹.

Creemos que el PLGS ha hecho bien en profundizar en algunos de los temas en relación el Deber de Lealtad, abarcado de manera taxativa este deber clave en el ejercicio del cargo de los directores en el artículo 148 y siguientes (deber de lealtad, conflictos de interés y personas vinculadas), que también deber cubrir la conducta de los gerentes y funcionarios,

⁴⁵⁸ Idem. Pg. 82.

⁴⁵⁹ BECHT, Marco y ROELL, Alisa. Blockholdings in Europe: An International Comparison, European Economic Review 43 (1999). P. 1050. En: Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de Minorías. PAYET José Antonio.

en un escenario de alta corrupción y desafíos constantes a la fidelidad, integridad y transparencia que cuestionan el rumbo de la actividad empresarial y de quienes lideran el desarrollo económico y social.

4.3.3 Deberes Fiduciarios y Gobernanza de Grupos Económicos, Subsidiarias y Protección de Accionistas Minoritarios

Siguiendo lo antes señalado, en nuestra región, el problema de agencia, si bien puede presentarse entre los accionistas y los administradores de la sociedad (i.e. el directorio y la gerencia y, en general, de funcionarios o grupo de funcionarios que se hallan en la gestión de control de la empresa) como puede pasar en las economías con accionariado disperso, en nuestro país, se presenta con mayor frecuencia y grado entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, dado que los mayoritarios que son pocos, controlan la sociedad y a diferencia de los mercados dispersos, si tienen los incentivos y medios para monitorear la gestión de la empresa. Esta situación se puede traducir muchas veces al interior de grupos económicos en los que las matrices pueden afectar los intereses de los accionistas minoritarios de las subsidiarias y las filiales. Igualmente, los accionistas minoritarios pueden verse afectados por los abusos de los mayoritarios quienes pueden extraer los beneficios de la compañía a expensas de los minoritarios, situación que identificamos como el *“Problema de Expropiación”* y que se puede dar en transacciones con partes relacionadas o cuando el accionista mayoritario se apropia de las oportunidades de negocios de la empresa. Un sub-tipo de costos de agencia que podemos identificar en nuestro país, es el que puede darse entre los inversionistas activos y los pasivos, es decir, entre aquellos que controlan y gestionan la empresa y los que solamente les interesa tener una rentabilidad derivada de ella y que no

pueden o no desean participar activamente en la gestión de la empresa. Esta situación se corrige con buena gobernanza y con *DFs* como veremos a continuación.

4.3.3.1 *Gobernanza de Grupos Económicos, Subsidiarias y Filiales*

En la línea de lo señalado, la riqueza y complejidad de la economía, el comercio y la producción en nuestro país, profundizados desde los 90s, han generado empresas y unidades de negocios internas y externas que pueden comprender grupos económicos corporativos vinculados a fusiones y/o adquisiciones de empresas que se hallan dentro de la cadena de suministro, producción y distribución, y que crean ecosistemas productivos de integración vertical corporativo y, en su caso, conglomerados de integración horizontal de una o varias empresas e inclusive o líneas de producción que no se encuentran dentro de la cadena de valor pero que son interesantes dentro de la perspectiva del mercado de control corporativo que pueden estar en la mira de los accionistas, directorios y gerencias de una empresa o un grupo económico ya formado, y que muchas veces abarcan intereses de empresas transnacionales, regionales y multinacionales. Esta realidad que ha creado los grupos económicos genera también distintos costos de agencia entre las matrices sus subsidiarias y filiales, que consideramos no son ajenas a la realidad y la regulación del mercado corporativo mundial antes visto en el segundo capítulo de nuestra tesis. Consecuencia de lo anterior es la tarea pendiente de imposición de los *DFs* de las matrices con sus subsidiarias, en un contexto en el cual advierte la falta de adecuado reconocimiento de los grupos empresariales en nuestro país, cuya actividad ciertamente afecta el mercado peruano y compromete el Deber de Lealtad de manera medular. Recordemos aquí, la importancia de la apertura de nuestro mercado y de la inversión extranjera que ingresó con ella, haciendo relevante las transacciones de las matrices con las subsidiarias.

Muchas de las adquisiciones de control en las empresas matrices se hallan comprometidas con el interés de realizar transacciones con las empresas controladas, es decir, adquisiciones y/o fusiones que se derivan de la existencia de intereses específicos de adquirir, integrar y/o controlar el tráfico comercial y/o productivo de las empresas objetivo⁴⁶⁰. Por ello, suele suceder que algunas transacciones al interior los grupos corporativos pueden buscar el beneficio exclusivo de los accionistas controladores de las matrices, que pueden terminar lesionando el interés de los accionistas minoritarios de las subsidiarias y otros integrantes del equipo de producción, atentando contra el Deber de Lealtad, como hemos visto en *Sinclair Oil Corp. V. Levien*, donde la Corte Suprema de Delaware sostuvo que en los tratos “matriz-subsidiaria”, las matrices tienen *DFs* con sus subsidiarias. La Corte sostuvo, recordemos, que cuando la situación involucra una matriz y una subsidiaria, en la que la matriz se halla en control de la transacción y del establecimiento de los términos y condiciones, debe aplicarse el criterio de la Transacción Justa (“*fairness test*”). La situación básica a la que se aplica esta regla es aquella en la cual la matriz recibe beneficios con exclusión y a expensas de la subsidiaria. Este *test* solo se aplica en aquellas transacciones en las que exista auto beneficio de la transacción, en la que la matriz se halla en los dos lados de la transacción con la subsidiaria. El auto beneficio ocurre cuando la matriz, en virtud de su dominio sobre la subsidiaria, causa que ésta actúe de tal manera que la matriz reciba de la subsidiaria beneficios con exclusión y detrimento de los accionistas minoritarios de la subsidiaria y sus demás constituyentes. La Corte sostuvo adicionalmente que, de no encontrarse evidencia de auto beneficio de la manera descrita, corresponde a la Corte aplicar la regla del Criterio de Negocios. De no existir fraude o negligencia grave en

⁴⁶⁰ Véase en el segundo capítulo sección 2.2.4.1

la actuación de la matriz, la Corte debe inhibirse de interferir en los negocios de las empresas. El Criterio del Procedimiento Justo, como señalamos, consiste en la revisión de los procedimientos corporativos internos a través de los cuales la transacción interesada fue aprobada. Ello contempla la participación de directores desinteresados en la aprobación de la transacción y su efecto en la ratificación de la aprobación por los accionistas de la empresa, a través de procedimientos de revelación del conflicto de interés, aprobación por directores desinteresados y aprobación por los accionistas desinteresados, ya antes descritos en el segundo capítulo. Por la regla del Criterio de Negocios o *Business Judgement Rule*, se presume que en la toma de una decisión de negocios, los directores, los gerentes y otros funcionarios corporativos con capacidad de decisión, han actuado informándose debidamente, de buena fe y en la creencia honesta que la decisión empresarial ha sido tomada en el mejor interés de la empresa. En la ausencia de abuso de dicha discreción, las cortes deben respetar la decisión tomada. La carga de la prueba se encuentra en la parte que cuestiona la decisión, *Aronson v. Lewis*⁴⁶¹.

Considerando lo anterior, una buena gobernanza al interior de grupos corporativos en nuestro país, debe considerar la gestión adecuada de los deberes de lealtad e independencia con los que se debe conducir la matriz, el interés de las subsidiarias y filiales, encargo que debe llevar el directorio de la empresas matrices, pero fundamentalmente, el directorio de las controladas o, en su caso, el grupo consultivo equivalente, a lo cual sumamos obviamente los deberes de cuidado de los recursos empresariales que se hallan en juego de los equipos de producción de las empresas controladas y negocios que se encuentran al interior del grupo económico. Una buena medida para evitar estos costos de agencia, pueden derivarse de los

⁴⁶¹ Véase en el segundo capítulo sección 2.1.2.1

convenios de accionistas que regulen los *DFs* de las relaciones matrices-subsidiarias, a través del establecimiento de los procedimientos de la regla del procedimiento justo aquí anotada, así como la designación y conformación de directores independientes en las empresas controladas⁴⁶².

También pueden implementarse medidas como las que han tomado México y Chile, comentadas al inicio del presente capítulo, que establecen porcentajes mínimos de directores independientes, que se hallan en la línea de una adecuada gobernanza de las relaciones intra-grupales.

4.3.3.2 Accionistas Minoritarios y Pasivos

Tratamiento similar al ya señalado para el caso de las matrices, subsidiarias y filiales, deben recibir los accionistas minoritarios y pasivos, es decir, aquellos accionistas que no participan en la gestión empresarial pero cuyo capital está en juego en la actividad empresarial, situaciones en las cuales se requiere una buena gestión de *DFs*. Esta regulación es de vital importancia, pues, por lo general, las empresas se pueden nutrir de nueva inversión y herramientas de gestión inteligente (“*smart money*”) a través de inversionistas minoritarios y pasivos. La gestión adecuada de *DFs*, es de vital importancia igualmente en la inversión de capital de riesgo y private equity, fundamentales en el proceso de capitalización de las empresas, pequeñas y medianas y en el fortalecimiento del sector empresarial y la economía.

Consideramos que la expropiación de los minoritarios puede solucionarse a través de la *Doctrina de la Oposición* vista en el segundo capítulo, que comprende instrumentos como

⁴⁶² HUNDSKOPF EUSEBIO OSWALDO. Prólogo a la obra jurídica *Gobierno Corporativo en los Grupos Empresariales* (2021) del Doctor Ronny Saavedra Gil. DERECHO COMERCIAL *Temas Societarios*. Tomo XX. Universidad de Lima. 2021. Ps 235-253

la igualdad de trato, el salario como retorno de la inversión, negociaciones contractuales y la disolución o exclusión forzosa de los minoritarios⁴⁶³. Nótese que en nuestro país, no existen soluciones claras a la *Regla de la Mayoría* que en muchas circunstancias suele ser abusada por los mayoritarios extrayendo recursos de los minoritarios y desperdiciando activos corporativos, por lo que las reglas mencionadas podrían ser propuestas dentro del debate corporativo a fin de facilitar el acceso de al proceso de formación de capital y en general, a fin de fortalecer la solidez económica y financiera de nuestras empresas⁴⁶⁴.

En el caso de los inversionistas pasivos, las soluciones pueden pasar también por reglas similares como el trato justo, para el caso de los conflictos de interés, pero en general, por la gestión adecuada de los *DFs* y transparencia, fundamentalmente de los deberes de lealtad.

Soluciones como las planteadas pueden ser implementadas para ambos casos, por acuerdos entre accionistas y/o habilitados por una nueva legislación corporativa.

4.4 El Rol de la Regulación

Nuestro mercado como regulador, aun limitado, poco profundo y estructuralmente de control familiar, permite parcialmente la regulación de mercado a través del descuento de precios y los cambios de control corporativo, aun cuando el aporte de las empresas multinacionales a la economía ha facilitado el desarrollo de mejores prácticas de *GC*, *RSE* y *DFs*, como la publicidad voluntaria y el empleo de signos de buenas prácticas corporativas. Aun en este escenario, los grupos industriales siguen vinculados al sector bancario y

⁴⁶³ Véase en el segundo capítulo sección 2.2.4.3

⁴⁶⁴ Aunque sobre esta problemática especial principal-agente en nuestro país, alguna luz en el camino encontramos en los artículos 88 (paridad de trato) y la citada norma del artículo 180 (conflicto de interés) de la LGS,

financiero (mercado de capitales, seguros y fondos de pensiones como el caso de Intercorp y Grupo Romero), por lo que aún puede existir riesgos de conflicto de interés en la colocación de recursos de capital, en un contexto en el cual la banca sigue ejerciendo un claro liderazgo en el mercado de capitales. No obstante, la difusión de prácticas de *BGC* y de cumplimiento normativo que en la actualidad se viene expandiendo de lo meramente penal y tributario a *Cumplimiento ASG*, que viene contribuyendo, a través de las auditoras y clasificadoras de riesgo, a la mejora de la gobernanza y regulación de nuestras empresas. En este sentido, consideramos que el rol de la LVM y Merco, así como el que pueden ejercer las calificadoras de riesgo como S&P y Fitch, entre otras calificadoras y auditoras, como EY y KPMG, vienen promoviendo con carácter independiente la auto-regulación como una forma importante de buena gobernanza en nuestro país. Una prueba de lo dicho, es lo ya señalado para Petroperú, empresa estatal de gran envergadura, que recientemente fue corregida y descontada por S&P, Fitch y PwC, generando la remoción del directorio y la gerencia nombrada en septiembre del 2021, con el advenimiento del nuevo gobierno, que llevaron a la empresa al empleo de malas prácticas con visos de corrupción. Lo dicho refuerza la necesidad de atraer mayores inversiones para profundizar nuestro mercado local que conlleven la expansión de entidades independientes que refuercen la gobernanza.

Por su parte, el esfuerzo de la SMV (y en su caso, la SBS para el sector bancario y financiero), regulador estatal de nuestro país, aún es percibido como un regulador con facultades limitadas del mercado de capitales, cuyo dominio se extiende a las empresas listadas en bolsa, sin capacidades para profundizar al estilo de otros países, otras funciones, como la protección de los inversionistas, la facilitación de la formación de capitales, la regulación de otros segmentos del mercado y la ejecución de las mismas en la vía judicial y/o arbitral. Si bien sus disposiciones son importantes para el mejoramiento del *GC* en

nuestro país, no obstante, se hallan limitadas por el marco regulador general de la LGS y las normas de GC cuestionados a lo largo de este capítulo, generando como percepción negativa del mercado que, por ejemplo, se ha traducido en una reciente encuesta realizada por LVM, desarrollada por la BVL e EY, que evidencia en los últimos años, graves problemas con el tratamiento de los inversionistas minoritarios y la debilidad en la supervisión de la SMV⁴⁶⁵. Consideramos en el sentido de lo manifestado, que desde la perspectiva regulatoria, medidas que fomenten la gobernanza de nuestras empresas podrían incluir la incorporación de normas de buena gobernanza del CBGC a la nueva LGS (o el nuevo Código Corporativo reclamado por Hundskopf), así como, la ampliación del rol de la SMV al mercado en general o, por lo menos, a más segmentos del mercado (medianas no listadas), así como mayores facultades de protección al inversionista, promoción de la formación de capital y la ejecución de las normas regulatorias en la vía judicial y/o arbitral mencionadas. Otra medida que se debe evaluar, constituye la variación del CBGC del tipo “*Cumple o Explica*” hacia los tipos “*Cumple y Explica*” o “*Cumple o Explica una Alternativa*” que tiene una connotación un poco más estricta y que promueve un mayor cumplimiento de las normas y buenas prácticas de GC, sin llegar a convertirse en una regulación obligatoria. Como señalamos antes, “*Cumple y Explica*” es una variación más estricta (*hard law*) que la original “*Cumple o Explica*”, como el modelo de Costa Rica. Por su lado, el tipo “*Cumple o Explica una Alternativa*” de Malasia, apunta a prácticas alternativas o más selectivas a la dispuestas por el Código en caso de no acatarlo.

El lado judicial con algunas iniciativas importantes como las vistas para la RSE, aún es merecedor de una importante reforma que promueva la aplicación de DFs, GC y RSE.

⁴⁶⁵465465465 DIARIO EL COMERCIO. Edición 19 de julio del 2017. P 23.

4.5 Conclusión

En nuestro país, es posible reexpresar *GC* en el marco de la *RSE*, gracias a diversas normas, entidades y prácticas de auto-regulación, existentes en el mercado trasversales al ecosistema empresarial, económico y social, como puede advertirse del *Enfoque ASG*. La transversalidad incluye al entorno legal, que tiene la visión pendular descrita por Allen, con cierto sesgo por la *Teoría de la Propiedad Privada* y el *Paradigma del Accionista*. En este escenario, consideramos que es más apropiado para el fortalecimiento de la relación *GC* y *RSE*, las *Teoría Nexus-of-Contractus* y *del Equipo de Producción*, que conciben a la empresa como un equipo de producción y no como un conjunto de activos de propiedad de sus accionistas. Bajo esta concepción moderna, el rol del directorio, y no de la junta de accionistas, es crítico y prevalente para la marcha empresarial, la gobernanza y la responsabilidad social corporativa. El *Enfoque ASG de Brazos Largos* propuesta por nosotros a fin de expandir el *GC* y la *RSE*, fortalecería el sistema de buena gobernanza en nuestro país expandiéndolos hacia la mediana y pequeña empresa que acompaña el ecosistema corporativo.

Si bien los *DFs* forman parte del sistema regulatorio societario peruano, deben desarrollarse con mayor profundidad en armonía con la literatura y práctica internacional, especialmente el Deber de Lealtad, con la finalidad de mejorar la gobernanza y protección de los accionistas minoritarios y los demás constituyentes empresariales, en un contexto en el cual, los bloques controladores suelen abusar de la *Regla de la Mayoría* afectando la expansión de las inversiones. La buena gobernanza de las matrices con sus subsidiarias, afiliadas, inversionistas minoritarios y pasivos, deben incluir medidas como el trato justo, salidas a la opresión, el empleo de directores independientes con cuotas mínimas.

El papel de la regulación es aún incierto debido al tamaño del mercado, la ambivalencia del marco normativo, las facultades limitadas de la SMV y el sistema judicial, lo cual, podría mejorarse con la implementación de mecanismos de mercado, legales y corporativos, que profundicen las buenas prácticas corporativas y que fomenten un mayor afianzamiento de la gobernanza, fortaleciendo la auto-regulación y la expansión de la regulación del CBGC a otros segmentos del mercado.





CONCLUSIONES

1. *GC* es el sistema de dirección y control de empresas que en su visión amplia permite ver a la empresa como un vehículo económico y social. Es posible desde la visión de las teorías modernas de las corporaciones, la implementación y el ejercicio del *GC* en el marco de la *RSE*, que ambos conceptos se hallan directamente vinculados y que expresan conjuntamente el ejercicio de la práctica empresarial en una economía de mercado con contenido social, en el que la empresa asume un preponderante liderazgo en el desarrollo económico y social, al lado del mercado y el estado.

En este escenario, es posible concluir que *GC* y *RSE* constituyen en un punto un solo concepto, dos caras de la misma moneda que regulan la empresa, su actividad e impacto en la economía y la sociedad en la que se desarrolla, fusión que encuentra su fundamento en la empresa como una célula del mercado, como un fragmento de éste, en el cual se integran y organizan eficientemente bienes, servicios, capital, tecnología y recursos humanos en la producción. Esta célula de mercado, integra y organiza los recursos que de la sociedad en la cual existe, por lo que la empresa termina siendo un vehículo no solamente económico sino también social, que gira no sólo en torno a su equipo de producción, sino de toda la economía y la sociedad. La dirección y control de las empresas, por ello, debe asegurar el bienestar de su equipo de producción considerando todos sus constituyentes y también su entorno económico y social, haciendo posible el *GC* en el marco de la *RSE*, hoy conocido como Enfoque ASG.

Desde la economía de mercado y la Teoría de las Corporaciones, la implementación y el ejercicio del *GC* en el marco de la *RSE*, por tanto, se hallan directamente vinculados, son complementarios en su propósito privado y público y, pueden consiguientemente, reexpresarse uno en función del otro, a través de la concepción de *Teorías del Equipo de Producción* y del *Nexus-of-Contractus* que conciben la empresa como un equipo de producción y una institución fundamental del desarrollo económico y social, que al lado del mercado y el estado, deben asegurar el bienestar de sus ciudadanos. Los vínculos teóricos, económicos y éticos así lo acreditan.

2. En la medida delo visto, los Deberes de Cuidar y de Lealtad que conforman los *DFs*, constituyen el cuerpo legal más importante de dirección y control de las empresas, que tienen como objetivo empoderar su *GC* en el entorno de la *RSE*, regulando la conducta corporativa

aplicada a quienes manejan recursos empresariales. Si bien en general puede distinguirse del GC, los DFs encarnan la esencia de su sustrato ético-legal, dado que resumen y subsumen, las normas de conducta que deben observar los funcionarios corporativos, las empresas y las personas que son pasibles de su regulación.

3. La regulación del sistema de dirección y control de empresas proviene de diversas fuentes, entre ellas, de las empresas y el propio mercado, además, de aquellas fuentes tradicionales que surgen desde el estado, ya sea a través de las agencias federales o diversas agencias estatales, competitivas o no y a través de los fallos judiciales. La empresa y el mercado regulan el sistema a través del descuento de precios y el cambio de control, cuando no, a través de la auto-regulación y el *Soft Law*. Las agencias estatales compiten entre ellas en la atracción de capitales. Las fuentes judiciales, por su parte, son muy importantes poderosas y necesarias en la conformación de los DFs cuyo empleo favorece el GC y la reducción de las brechas principal-agente, liderados por los estándares emanados de Delaware. Lo dicho comprueba que las fuentes privadas pueden cooperar con las fuentes estatales de regulación, y que la empresa, el mercado y el estado pueden ir de la mano en la regulación y el fortalecimiento del GC y la RSE, promoviendo la confianza y el interés de los inversionistas, previniendo el fraude, alimentando la participación de todos sus constituyentes y promoviendo el crecimiento económico y social. Nuestra postura coincide con esta multiplicidad de fuentes regulatorias, cuya viabilidad mejora con el tipo “*Cumple y Explica*” o “*Cumple o “Explica una Alternativa” del Soft Law*.”

4. En nuestro país, es posible reexpresar GC en el marco de la RSE, gracias a diversas normas, entidades y prácticas de auto-regulación, existentes en el mercado trasversales al

ecosistema empresarial, económico y social, como puede advertirse del Enfoque ASG. La transversalidad incluye al entorno legal, que tiene la visión pendular descrita por Allen, con cierto sesgo por la Teoría de la Propiedad Privada y el Paradigma del Accionista. En este escenario, consideramos que es más apropiado para el fortalecimiento de la relación GC y RSE, las Teoría Nexus-of-Contractus y del Equipo de Producción, que conciben a la empresa como un equipo de producción y no como un conjunto de activos de propiedad de sus accionistas. Bajo esta concepción moderna, el rol del directorio, y no de la junta de accionistas, es crítico y prevalente para la marcha empresarial, la gobernanza y la responsabilidad social corporativa. El Enfoque ASG de Brazos Largos propuesta por nosotros a fin de expandir el GC y la RSE, fortalecería el sistema de buena gobernanza en nuestro país expandiéndolos hacia la mediana y pequeña empresa que acompaña el ecosistema corporativo.

Si bien los DFs forman parte del sistema regulatorio societario peruano, deben desarrollarse con mayor profundidad en armonía con la literatura y práctica internacional, especialmente el Deber de Lealtad, con la finalidad de mejorar la gobernanza y protección de los accionistas minoritarios y los demás constituyentes empresariales, en un contexto en el cual, los bloques controladores suelen abusar de la Regla de la Mayoría afectando la expansión de las inversiones. La buena gobernanza de las matrices con sus subsidiarias, afiliadas, inversionistas minoritarios y pasivos, deben incluir medidas como el trato justo, salidas a la opresión, el empleo de directores independientes con cuotas mínimas.

El papel de la regulación es aún incierto debido al tamaño del mercado, la ambivalencia del marco normativo, las facultades limitadas de la SMV y el sistema judicial, lo cual, podría mejorarse con la implementación de mecanismos de mercado, legales y corporativos, que profundicen las buenas prácticas corporativas y que fomenten un mayor

afianzamiento de la gobernanza, fortaleciendo la auto-regulación y la expansión de la regulación del CBGC a otros segmentos del mercado.





RECOMENDACIONES

Siguiendo la guía de dos grupos de recomendaciones a nivel internacional *OECD* y McKinsey & Co., proponemos las siguientes recomendaciones en nuestro país en el contexto de nuestra investigación:

I. En el marco Institucional

El mejoramiento del sistema regulatorio y las políticas públicas que aseguren:

- 1) Que el marco de *GC* promueva la existencia de mercados transparentes y eficaces, que sean consistentes con el estado de derecho y que articulen claramente la división de responsabilidades entre los diferentes cuerpos supervisores, reguladores y de cumplimiento.
- 2) Que el marco de *GC* y *RSE* sea desarrollado teniendo como objetivo su impacto en el desarrollo económico sostenible y social integral, la integridad del mercado, los incentivos adecuados para los participantes del mercado y la promoción de mercados transparentes y eficientes.
- 3) Los requisitos legales y regulatorios que afectan las prácticas de *GC* y *RSE* en una jurisdicción sean consistentes con el estado de derecho, sean transparentes y reguladas bajo alguna de las fuentes reguladoras.
- 4) La división de responsabilidades entre las diferentes autoridades en una jurisdicción sean claramente articuladas asegurando que el interés público sea servido.
- 5) Las autoridades supervisoras, regulatorias y de cumplimiento tengan la autoridad, integridad y recursos para satisfacer sus responsabilidades profesionales.

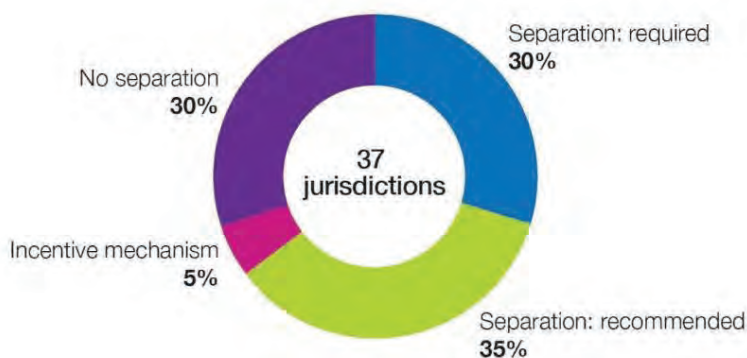
II. En el marco del GC

- 1) Una ascendente atención al impacto corporativo en la sociedad, que conjuntamente con una mayor demanda de profesionalismo en los directorios, las administraciones y las agencias de medición constituyen parte del desafío corporativo moderno, con la finalidad de satisfacer no solo las necesidades corporativas económico-financieras (“*profi-driven*”) sino de todas las partes interesadas (“*other tha profit*”). Desde una perspectiva global, estas partes incluyen los clientes y empleados, así como proveedores en toda la cadena productiva (“*supply chain*”) tanto en la demanda como en la oferta, así como los grupos de presión como las organizaciones no gubernamentales, cada uno de los cuales tiene sus propios intereses y

prioridades, ya sean sociales, medioambientales o derechos humanos. Esto requiere del liderazgo corporativo, el desarrollo cuidadoso y articulado de un marco de valores fundamentales que aseguren el cumplimiento de estos valores a fin de que puedan ser traducidos de una manera consistente no solo a los inversionistas, sino a todos los constituyentes con los cuales la actividad empresarial tiene que lidiar.

2) Un rediseño selectivo del rol del liderazgo corporativo, dividiendo los roles de Presidente del Directorio (“Chairman of the Board”) y del Jefe y Oficial Ejecutivo (CEO), lo cual debe ser implementado en conjunción con el ingreso de directores independientes que ayuden en la tarea de balance de poder en los directorios. Esta recomendación apunta en concordancia con lo anterior, a distinguir claramente entre el rol estratégico del directorio (largo plazo) y el rol ejecutivo de la gerencia senior (corto plazo), distinguiendo particularmente el rol de los presidentes del directorio (estratégico) y los CEOs (ejecutivos), distinción que de una parte, perfila adecuadamente el rol de cada uno de los órganos corporativos, y de la otra, libera la tensión del directorio respecto del presidente que cumple funciones ejecutivas y que por tanto debe ser supervisado por sus pares, distraendo además sus funciones estratégicas y de largo plazo por el corto plazo, y libera también la tensión que puede sufrir el órgano ejecutivo de parte del estratégico. Esta es uno de los desafíos importantes de la organización y gestión empresarial de nuestro país, en el que muchas veces, los accionistas, cumplen los roles de directores y gerentes simultáneamente. La satisfacción de este requerimiento se ha doblado en los últimos años como indica el *Factbook de Gobierno Corporativo de la OECD*: “...Recommendations or requirements for the separation of the board chair and CEO have doubled in the last four years to 70%, including 30% required. The 2015 edition of the Factbook reported a binding requirement in only 11% of the jurisdictions, with another 25% recommending it in codes...”

The percentage of jurisdictions requiring or encouraging the separation of the board chair and the CEO has risen sharply in recent years to 70%.



3) El incremento del manejo profesional de los directorios con una especial atención en el nombramiento, la composición y tiempo de permanencia en del directorio con directores externos e independientes, la compensación ejecutiva que establezcan remuneraciones que vinculen el pago con el resultado, el proceso de nominación y entrenamiento, con la atracción de talentos frescos que aparten candidatos no calificados. Esta es una tarea crítica a nivel global y local que apunta a fortalecer el rol estratégico del directorio - antes que ejecutivo -, su integración por miembros mayormente independientes y profesionales, que manejen adecuadamente el balance de intereses del equipo corporativo.

4) Los resultados de la gestión de GC deber ser medibles, tanto desde la perspectiva de la rentabilidad como de la competitividad de la empresa. Estas mediciones son importantes para hacer viables las operaciones, disminuir los costos financieros y mejorar la rentabilidad de las empresas.

III. Desde la Perspectiva de la RSE

- 1) El marco del enfoque de *GC*, la empresa debe reconocer los derechos de los *stakeholders* establecidos en la ley o a través de acuerdos mutuos a fin de promover la cooperación activa en la creación de bienestar y la sostenibilidad de las empresas. En este sentido deber prestarse especial atención al Enfoque ASG
- 2) La competitividad y éxito final debe ser el resultado final del equipo de producción que contenga contribuciones de una gama diversa de proveedores, incluyendo a los inversionistas, trabajadores, acreedores, clientes, proveedores y otros *stakeholders*. Las empresas deben reconocer que las contribuciones de los *stakeholders* constituyen recursos válidos que ayudan a la construcción de empresas rentables y competitivas.
- 3) Los resultados de la gestión ambiental y social deben ser medibles desde la perspectiva de la rentabilidad y la competitividad de la empresa, pero además desde indicadores de huella de carbono, huella de agua y otros indicadores de la materia.

IV. En el marco de los DFs

- 1) Un mejor diseño de las necesidades de reporte corporativo, en el que es importante distinguir tres niveles. El primero de ellos referido a la necesidad de incrementar la transparencia de las actividades corporativas y de las decisiones empresariales, lo cual no solo se halla vinculado al reporte de los indicadores financieros, sino también al íntegro de las fuerzas relativas a la actividad corporativa, sobre todo con aquellas vinculadas a las “externalidades”: su potencial efecto adverso en el entorno social y físico en los cuales operan. El segundo de ellos, se vinculado a la necesidad de unificar los estándares contables, y si estos criterios deben ser fundados en reglas o principios. El tercero, es relativo a si el

reporte corporativo realmente está midiendo, aun en principio, la dimensión total de la actividad corporativa, particularmente en cuanto a la mayor importancia que va tomando el capital intelectual y social en relación con los activos físicos en un marco de reglas que permitan la confianza, la productividad y la renovación. Este paquete de recomendaciones vinculado a la transparencia, materialidad y oportunidad de la información y el empleo de la información desde las capas internas de la empresa con cara al mercado y a los inversionistas y constituyentes empresariales, refuerza la importancia de la información en las bolsas de valores y en el mercado en general.

- 2) La administración del conflicto de interés, que incluye:
 - a. Un mayor reforzamiento de los principios de revelación de la información material, particularmente aquellos relativos a conflictos de interés y transacciones con vinculadas.
 - b. El reconocimiento de diversos proveedores de información corporativa, tales como las agencias de medición y analistas, cuya opinión no debe estar comprometida con conflictos de interés.
 - c. Las refuerzo de la tarea de los auditores, que incluye la mejor práctica a favor del accionista (“accountability”) y de las empresas a fin de ejercer una debida práctica profesional.
 - d. El otorgamiento de una mayor protección para el inversionista minoritario y las subsidiarias y/o afiliadas.
- 3) El efectivo ejercicio del derecho de propiedad sobre las acciones, que suponga el refuerzo de la voz de los inversionistas incluyendo que:
 - a. Los directorios deben formular y revelar la política de remuneración de sus directores, con especial atención entre la remuneración el compromiso de resultados.

- b. Los accionistas deben tener la capacidad de remover directores, así como tener la capacidad de participar en su nominación y elección.
- c. Los inversionistas institucionales que actúan en su capacidad fiduciaria deben revelar sus políticas de gobierno corporativo, la manera cómo deciden el empleo de sus derechos de voto y la manera cómo administran los conflictos de interés que pudiera comprometer su voto.
- d. Los impedimentos para la votación internacional debería ser eliminada (“Cross-border voting”).

V. Desde la Perspectiva Regulatoria

1) La codificación a nivel mundial debe tener como punto inicial la promulgación de la los Principio de Gobierno Corporativo de la *OECD*, entre otros referentes internacionales como, la Ley SOX en los Estados Unidos de América, el Código Cadbury del Reino Unido, las regulaciones de la Bolsa de Valores de Nueva York, la bolsa de valores de intermediarios, NASDAQ y, en la mira de una codificación relativamente armonizada a nivel global con cierto alcance extraterritorial considerando el mayor incremento de la actividad multinacional de las empresas. Aunque este extremo ya ha sido en gran parte activado a nivel mundial⁴⁶⁶, considerando la enorme importancia de las regulaciones y reguladores aquí mencionadas por su carácter referencial desde el punto de vista económico, productivo, financiero y legal, el desafío de nuestra regulación y práctica en este entorno, radica en su alineación con los enfoques globales propuestos que permitan obtener mejor información

⁴⁶⁶ A mayo del 2019, el International Finance Corporation (IFC) reporta haber participado en la implementación de 138 códigos, leyes y regulaciones, 60 de los cuales constituyen códigos de *GC* a nivel global entre Europa y Asia Central, Latinoamérica y el Caribe, África, Asia del Este y el Pacífico, Sud Asia, el Medio Este y África del Norte.

financiera y no financiera, mejores relaciones con los constituyentes empresariales y los accionistas minoritarios y los stakeholders.

2) El fomento y desarrollo de marcos institucionales, prácticas legales y judiciales y prácticas empresariales que permitan la expansión del aparato productivo del país, en concordancia con el desarrollo socio económico de las comunidades en las cuales se desarrolla la actividad empresarial y de la población en general, con respeto al medio ambiente y el cuidado del planeta.

3) El fomento de mayor escrutinio externo, en la medida que viene existiendo un mayor crecimiento de servicios de medición (“*rating agencies*”) diseñados para proveer análisis internos de calidad relativas a la gobernabilidad empresarial (como S&Ps, Moody’s y otras como Merco (imagen reputacional) y la VVM (*GC/RSE*), robusteciendo la competitividad y transparencia de las empresas.

4) Los mercados de control corporativo deben permitirse que funcionen de manera transparente en el mercado de capitales, así como que transacciones extraordinarias como las fusiones, la venta de activos sustanciales de las empresas, deben ser claramente articulados y revelados de manera tal que los inversionistas entiendan sus derechos y recursos.

BIBLIOGRAFIA

- ABERNATHY, Charles F.
1995 Law in the United States Cases and Materials. International Law Institute. Georgetown University Law Center.
- ASOCIACION DE EMPRESAS FAMILIARES DEL PERU, ERNST & YOUNG.
2020 Cuál es el Impacto de las Familias Empresarias? Resultados del 1era Encuesta de Empresas familiares en el Perú.
- BAUMAN, Jeffrey D.
2007 Corporations Law and Policy. Materials and Problems. Seventh edition. American Casebook Series. 2007.
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo.
1994 Derecho Comercial y Reestructuración Empresarial. Editorial Alternativas.
- BEBCHUK, Lucian Arye y ROE, Mark J.
Una Teoría sobre la Dependencia de Caminos en Propiedad y Gobierno Corporativo. En Themis 47. Revista de Derecho.
- BENITEZ MENDOZA, Mónica
2014 Responsabilidad Social. Derecho PUCP. No. 72.
- BOZA DIBOS, Beatriz.
2019 El buen gobierno corporativo si paga, y bien Voces y Opiniones. SEMANA ECONOMICA.
- BRATTON, William W.
2004 Corporate Finance Cases and Materials. Foundation Press.

- CARAVEDO, Baltazar.
2004 La Nueva Empresa: Introducción a La Responsabilidad Social Empresarial. Mesa Redonda. Themis 48
- CARNEY, William.
2000 Mergers and Acquisitions. Cases and Materials. University Casebook.
- CHANG, Ha-Joon.
2004 Globalization, Economic Development and the Role of the State. Zed Books Ltd.
- COASE, R.H..
1937 The Nature of the Firm. Economica 4, 16, London School of Economics
- COASE, R.H.
1989 The Firm The Market and the Law. University of Chicago Press.
- CONSEJO COORDINADOR EMPRESARIAL.
Código de Mejores Prácticas Corporativas. México.
- COOMBES, Paul and WONG, Simon.
2004 Global Corporate Governance Guide. Global White Page Ltd..
- COX, HILLMAN, LANGEWOORT.
2004 Securities Regulation Cases and Materials Fourth Edition. Aspen Publishers.
- CORPORACION ANDINA DE FOMENTO.
2013 Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.
- CRAIG E. Dauchy, COOLEY GODWARD, LLP.
2003 The Entrepreneur Guide to Business Law. 2nd. Edition. Constance. E. Bagley, Harvard Business School. Thomson, South-Western West.
- DANG and SUI PHENG L.
2015 Infrastructure Investments in Developing Economics. 2015. Pp.11-23
- DIARIO EL COMERCIO. 19 de julio del 2017.

- ECHAIZ MORENO, Daniel.
2010 Instituciones de Derecho Empresarial. Asociación Peruana de Ciencias Jurídicas y Conciliación. 2010.
- EFROSS, Walter A.
2013 Corporate Governance: Principles and Practices. Second Edition
- ELÍAS LAROZA, Enrique.
2015 Derecho Societario Peruano La Ley General de Sociedades del Perú. Gaceta Jurídica S.A.
- FERNÁNDEZ-MALDONADO MUJICA, Enrique.
2010 Los trabajadores, sus organizaciones y la responsabilidad social empresarial en el Perú. Derecho PUCP. No. 64.
- FRIEDMAN, Milton y ROSE D. Friedman.
1979 La Libertad de Elegir, HISPAMERICA EDICIONES ARGENTINA.
- GUERRA-CERRON, MARIA ELENA.
Julio 2020 Reglas Aplicables a Todas la Sociedades. Comentarios a la Ley General de Sociedades. Jurista Editores.Tomo 1.
- GUIFIS, STEVEN H.
1982 Dictionary of Legal Terms, A Simplified Guide to the Language of Law. Barron's. Educational Series, Inc.
- GUTIERREZ CAMACHO, WALTER.
2003 El Contrato de Sociedad. Tratado de Derecho Mercantil. Tomo I. Derecho Societario. Gaceta Jurídica.
- HAMILTON, Robert W., BOOTH, Richard.
2006 Corporations. Fifth Edition. Tomson West.
- HOPT, Klaus J.
2011 Gobierno Corporativo un debate nacional e internacional. Revista IUS ET VERITAS No. 45.
- HUNDSKOPF EXEBIO, OSWALDO.
2016 La Sociedad Anónima Un Enfoque Teórico y Práctico. Gaceta Jurídica. Primera Edición.
- HUNDSKOPF EXEBIO OSWALDO.

- 2021 Prólogo a la obra jurídica *Gobierno Corporativo en los Grupos Empresariales* (2021) del Doctor Ronny Saavedra Gil. DERECHO COMERCIAL *Temas Societarios*. Tomo XX. Universidad de Lima.
- HUNDSKOPF EXCEBIO, OSWALDO.
2022 Un nuevo marco legal societario, empresarial o corporativo, y sus múltiples innovaciones. REVISTA DE ACTUALIDAD JURIDICA. Tomo 341. GACETA JURIDICA.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK.
2002 Entrepreneurship in Emerging Economies: The Creation and Development of New Firms in Latin America and East Asia.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND
1999 Unproductive Public Expenditures. A Pragmatic Approach to Policy
- JOO, Thomas W.
2004 Corporate Governance, Law, Theory and Policy. Carolina Academic Press. .
- LARO, David and PRATT, Shannon P..
2005 Business Valuation and Taxes, Procedure, Law and Perspective. WILEY, John Wiley & Sons, Inc.
- MACEY, Jonathan, MILLER Goeffrey P., CARNELL, Richard Scott.
1995 Banking Law and Regulation. Aspen Law & Business. Aspen Publishers Inc.
- MALKIEL, Burton G., FAMA, Eugene.
1970 Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.
- MANFREDI MONTOYA, Ulises.
1986 Derecho Comercial. Tomo 1. Parte General Empresas Comerciantes Sociedades. Tomo I. Séptima Edición.
- NORMAND SPARKS, Enrique.
1997 Diario de Debates de la Comisión Permanente del 06 de octubre de 1997. Congreso de la República del Perú.
- O'DONELL, Gastón A..
1993 Elementos del Derecho Empresarial. Macchi Grupo Editor S.A.. Buenos Aires, Argentina.

- OECD
2019 Corporate Governance Factbook 2019.
<http://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>
- OECD
2016 Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>
- OECD-ILO.
2008 The Impact of Foreign Direct Investment on Wages and Working Conditions. Conference on Corporate Social Responsibility, 23-24 June 2008, OECD Conference Centre, Paris, France.
- OECD
2003 White Paper on Corporate Governance for Latin America.
- PACIFIC ECONOMIC COOPERATION COUNCIL.
2003 Financing Small and Medium Enterprises: Challenges and Opinions.
- PAREDES LANATTA, CARLOS E..
2020 La Tragedia de las Empresas Sin Dueño. Universidad Continental.
- PARODI, Beatriz.
La Nueva Empresa; Introducción A La Responsabilidad Social Empresarial. En Revista Themis 48.Revista de Derecho
- PAYET, Jose Antonio.
Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de Minorías. Themis 46. Revista de Derecho.
- SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES, CAMARA DE COMERCIO DE BOGOTA Y CONFECAMARAS.
2009 Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia.
- STIGLITZ, Joseph.
2002 Globalization and its Discontents. W.W. Norton & Co.
- TANZI, Vito,
2011 Government vs. Markets, The Changing Economic Role of the State. Cambridge University Press.

THE WORLD BANK.

2004 Defining Corporate Governance. Developing Corporate Governance Codes of Best Practices. Global Corporate Governance Forum.

WORLD BANK GROUP.

2017 Are Psychometric Tools a Viable Screening Method for Small and Medium-Size Enterprise Lending? Evidence from Peru Irani Arráiz Miriam Bruhn Claudia Ruiz Ortega Rodolfo Stucchi. Development Research Group Finance and Private Sector Development Team.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES.

2013 Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. 2013

TSCOMENJI Mathew y VDDIN, Sahzed.

2008 Introduction to Corporate Governance in Less developed and Emergent Economies. The World Bank.2008.

ULBERG, Alan.

2006 Fiduciaries: Myths & Realities. Georgetown University Law Center.

UNCTAD

2010 World Economic Report, 2011.

ZEGERS R-T, Matias R-T, CONSIGLIO N., Josefina..

2013 En Investigaciones y Publicaciones (V). Gobierno Corporativo en América Latina: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Centro de Gobierno Corporativo.2013.