



Jose Antonio Payet Puccio^(*)

Transacciones entre partes relacionadas

Transactions between related parties

Resumen: A través del presente trabajo, el autor busca introducir al lector en la problemática actual sobre las transacciones entre partes relacionadas. Teniendo en cuenta dicha finalidad, el reconocido experto en Derecho Societario realiza un análisis de la regulación de los distintos instrumentos existentes que apuntan a mitigar o resolver los problemas ocasionados en base a dichas transacciones. El autor inicia describiendo el panorama normativo que se encuentra en el Derecho Comparado para, luego, teniendo ello como base, realizar el escrutinio de la normativa peruana sobre el particular.

Palabras clave: Partes relacionadas - *Entire fairness standard* - *Business judgement rule* - Relación de agencia - *Tunneling* - Revelación de información societaria - Control Corporativo - Gobierno corporativo

Abstract: Through this work, the author seeks to introduce the reader to the current problems on transactions between related parties. With this purpose in mind, the renowned expert in Corporate Law performs an analysis of the regulation of the various existing instruments that aim to mitigate or resolve the problems caused on the basis of such transactions. The author starts describing the regulatory landscape that is in Comparative Law. Then, having this as a basis; he carries out a scrutiny of the Peruvian legislation on the particular.

Keywords: Related Parties - Entire fairness standard - Business judgement rule - Agency Relationship - Tunneling - Disclosure of corporate information - Corporative control - Corporative governance

Abordamos en el presente artículo la problemática de las transacciones entre partes relacionadas desde el punto de vista de Derecho Societario. Para ello examinamos primero un caso reciente resuelto en las cortes de Delaware que ilustra muchos de los aspectos que se presentan en

(*) Abogado licenciado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Maestría en Derecho (LL.M) por la Universidad de Harvard (Becario Fulbright). Socio fundador del Estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez, Mur.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*



este tipo de situaciones. Revisamos luego las estrategias y mecanismos que se utilizan en el Derecho Comparado para enfrentar esta problemática. Finalmente, realizamos una revisión crítica de la regulación del tema en la Ley General de Sociedades y en la Ley del Mercado de Valores.

1. El caso Southern

El 27 de agosto de 2012 la Corte Suprema del Estado de Delaware (en adelante, la Corte) emitió su decisión sobre el caso *Americas Mining Corp. v. Theriault*⁽¹⁾, condenando a Americas Mining Corporation (en adelante, AMC), una subsidiaria de Grupo México S.A.B. de C.V. (en adelante, Grupo México), a pagar a Southern Copper Corporation (antes Southern Peru Copper Corporation) (en adelante, Southern) una indemnización de US\$ 2 031.6 millones de dólares, con una condena adicional en costas (honorarios legales) por la suma de US\$ 304 millones de dólares, por haberse aprovechado de su posición de accionista controlador de

Southern a fin de imponerle una transacción en términos lesivos para Southern en beneficio de AMC. La demanda fue interpuesta por un accionista de Southern con carácter de acción derivada, reclamando indemnización a favor de la sociedad alegadamente lesionada por los términos de la transacción.

El caso Americas Mining Corp. puso sobre el tapete una vez más la problemática legal planteada por las transacciones entre partes relacionadas (por ejemplo, un contrato entre una sociedad y su accionista controlador) y es particularmente ilustrativo de la complejidad que este tipo de situaciones plantea. Una revisión de los hechos del caso y del razonamiento de la Corte puede ser una buena manera de introducirnos al tema.

AMC era el vehículo a través del cual Grupo México ostentaba una participación mayoritaria en Southern, una sociedad domiciliada en el Estado de Delaware que opera las minas de cobre de Toquepala y Cuajone y la refinería de Ilo, en el sur del Perú a través de su sucursal peruana. En febrero de 2004, Grupo México propuso que Southern adquiriera la participación de 99.15% que Grupo México tenía en otra de sus subsidiarias, Minera Mexico S.A. (en adelante, Minera), una compañía minera mexicana. La propuesta inicial fue que Southern adquiriera la participación de Grupo México en Minera a cambio de 72.3 millones de acciones de nueva emisión de Southern, que en ese momento tenían un valor de mercado de US\$ 3050 millones de dólares.

Debido al carácter de parte interesada en la transacción de Grupo México, accionista controlador de Southern, Southern formó un comité especial de directores no vinculados al accionista controlador. Este comité especial

(1) Disponible en web: <http://courts.delaware.gov/opinions> (en adelante citada como "Decisión").



Jose Antonio Payet Puccio

pasó ocho meses en negociaciones con Grupo México con respecto a la posible transacción, luego de lo cual, el 21 de octubre de 2004, aprobó la adquisición por Southern de la participación de 99.15% de Grupo México en Minera a cambio de la emisión de 67.2 millones de acciones de Southern. En esa misma fecha, el Directorio de Southern aprobó por unanimidad la transacción, y Southern y Grupo México celebraron un contrato al respecto. La transacción fue luego sometida a la aprobación de la junta general de accionistas de Southern, que la aprobó con el voto favorable de más del 90% del capital social, incluyendo los votos de AMC.

Para la Corte el valor de las acciones de Southern recibidas por Grupo México como consecuencia del intercambio era mucho mayor que el de las acciones de Minera aportadas por AMC a cambio. Como las acciones de Southern estaban listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York, la Corte consideró que la cotización era un indicador fiable de su valor, pues representaba el valor dinerario que Southern podía obtener por sus acciones. En contraste con Southern, Minera no tenía sus acciones listadas en un mercado líquido, era casi totalmente de propiedad de Grupo México, y consiguientemente no tenía un valor de mercado fiable⁽²⁾. Sin embargo, las distintas valorizaciones que los asesores financieros del comité de directores independientes produjeron, distaban mucho de un valor semejante al valor de mercado de las acciones de Southern. El valor de mercado de las 67.2 millones de acciones de Southern recibidas por AMC al 21 de octubre de 2004, fecha de la aprobación de la operación por la junta general de accionistas de Southern, era de US\$ 3.100 millones de dólares y cuando se produjo el cierre de la transacción, el 1 de abril del 2005, se había elevado a US\$ 3.750 millones de dólares. En cambio, la valorización de las acciones de Minera era de aproximadamente US\$ 1700 millones de dólares. De allí el carácter lesivo de la transacción. La diferencia de valor, a juicio de la Corte, era la suma de US\$ 1437 millones de dólares, los cuales sumados a los intereses legales, alcanzaban la suma de US\$ 2031 millones de dólares que se ordenó a AMC pagar como indemnización.

El estándar bajo el cual se resolvió el caso es el denominado *entire fairness standard*, que obliga a la Corte a considerar si los términos sustantivos de la transacción son justos y equitativos, y no la llamada *business judgement rule* que

rige para transacciones entre partes no relacionadas en la cual se otorga un alto grado de respeto al juicio de negocios de los administradores. Conforme lo explicó la Corte:

“Cuando se cuestiona una transacción de una sociedad con un accionista controlador, el estándar de revisión judicial aplicable es el *entire fairness*, donde la carga de la prueba recae sobre los demandados. En otras palabras, los demandados tienen la carga de probar que la transacción con el accionista controlador fue totalmente justa para los accionistas minoritarios (...).

El estándar de *entire fairness* tiene dos partes: negociación justa y precio justo. Negociación justa se refiere a las cuestiones de cuándo se realizó la transacción, cómo fue iniciada, estructurada, negociada, revelada a los integrantes del directorio, y cómo se obtuvo las aprobaciones de los integrantes del directorio y de los accionistas. El precio justo se refiere a las consideraciones económicas y financieras de la transacción propuesta, incluyendo todos los factores relevantes: activos, valor de mercado, utilidades, prospectos futuros, y cualquier otro factor que pueda afectar el valor intrínseco inherente en las acciones de una compañía (...).

(C)uando el estándar *entire fairness* es aplicable los demandados pueden invertir la carga de la prueba de dos formas: primero, pueden demostrar que la transacción fue aprobada por un comité de directores independientes que funcione bien; o segundo, pueden demostrar que la transacción fue aprobada por el voto informado de la mayoría de los accionistas minoritarios. (Sin embargo) (...) independientemente de dónde recaiga la carga de la prueba, cuando un accionista

(2) Decisión; p. 6.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

controlador está en los dos lados de la transacción, la conducta de las partes se analizará bajo el estándar más exigente de *entire fairness* en lugar del estándar más deferente de *business judgement*⁽³⁾.

En el caso concreto, la Corte encontró, en primer lugar, que el comité de directores independientes designado por Southern no había tenido un funcionamiento adecuado y no había conducido una negociación verdaderamente independiente con Grupo México, como la que habría existido si no hubiera habido una relación de control. La Corte cuestionó el mandato mismo del comité, que era el de *evaluar la transacción propuesta por el accionista mayoritario* sin incluir expresamente la posibilidad de negociar una transacción distinta o entablar negociaciones con terceros, señalando que si bien el comité sí había desarrollado negociaciones con Grupo México, lo había hecho de una forma insegura, como si tuviera dudas de sus facultades para negociar⁽⁴⁾. La Corte también enfatizó la falta de autonomía e iniciativa del comité para entablar una verdadera negociación independiente:

“Desde un inicio, el comité especial fue víctima de un esquema mental controlado y permitió a Grupo México dictar los términos de la transacción. El comité especial no pidió una ampliación de su mandato para buscar alternativas (...) sino que aceptó que sólo un tipo de transacción estaba en la mesa, una compra de Minera por Southern”⁽⁵⁾.

Para la Corte, el Comité debió explorar otras alternativas que hubieran permitido obtener un mayor valor para los accionistas de Southern, tales como, por ejemplo, colocar las 72.3 millones de acciones en el mercado y repartir un dividendo especial, o exigir a Grupo México que realice una oferta en dinero por las acciones de Southern en lugar de permitirle adquirirlas a cambio de las acciones de Minera. La Corte resalta que:

“(L)a *Court of Chancery* encontró que actuando como un negociador independiente con su propio dinero en juego y con un conjunto de opciones completo, el comité independiente hubiera puesto ‘de cabeza’ a Grupo México.

Hacerlo hubiera sido consistente con la asesoría financiera que el comité venía recibiendo y que parecía aceptar como correcta. El comité especial podría también haber considerado utilizar las acciones de Southern, ya probadas en el mercado, para comprar una compañía a un buen precio (a un múltiplo de utilidades más bajo que el de Southern) y luego consolidar dicho valor en el precio de mercado con mayor múltiplo de utilidades de Southern. Eso podría haber incluido la posibilidad de comprar Minera a un precio igual a su valor fundamental utilizando las acciones de Southern a valor de mercado como moneda”⁽⁶⁾.

La Corte encuentra cuestionable que en lugar de comportarse como un verdadero negociador independiente, el comité haya dirigido sus esfuerzos a intentar reconciliar los valores relativos de Southern y Minera con los términos de la oferta que hacía Grupo México, abandonando el valor de mercado como un indicador de valor de las acciones de Southern.

Otro elemento que la Corte considera importante en su decisión es la situación en la que se encontraba uno de los cuatro integrantes del comité de directores independientes, el señor Harold S. Handelsman. Handelsman, un abogado con experiencia en fusiones y adquisiciones graduado de la Universidad de Columbia y que había trabajado en la destacada firma de fusiones y adquisiciones Wachtell Lipton Rosen & Katz, representaba los intereses de la familia Pritzker en Southern, mantenidos a través de la sociedad Cerro Trading Company (en adelante, Cerro), titular de 14.2% del capital social. A la sazón, Cerro junto con otro de los accionistas principales de

(3) Decisión; pp. 56-58.

(4) Decisión; p. 68.

(5) *Ibidem*.

(6) Decisión; p. 20.



Jose Antonio Payet Puccio

Southern, la minera Phelps Dodge (titular de 13.95% del capital), estaban buscando que Grupo México, como controlador de Southern, realice las actuaciones necesarias para que Cerro y Phelps Dodge queden habilitados a vender sus acciones de Southern en el mercado. De esta forma, a la misma vez que negociaba con Grupo México en representación de Southern, Handlesman mantenía otra negociación paralela con Grupo México, esta vez como representante de Cerro, buscando que Grupo México acepte facilitar la salida de Cerro del accionariado de Southern⁽⁷⁾. La Corte destaca el hecho que el mismo día que el comité de directores independientes de Southern aprobaba la transacción con Grupo México, Southern, bajo control de Grupo México, aprobaba también las actuaciones necesarias para facilitar que Cerro pueda vender sus acciones de Southern; y que en el acuerdo de Southern con Cerro al respecto se establezca que ésta última se obliga a votar sus acciones en la junta general de accionistas de Southern para aprobar la transacción con Grupo México respecto de Minera en caso dicha aprobación fuera recomendada por el comité de directores independientes.

Es interesante notar, como lo hace la Corte, que en la forma cómo se acordó la transacción, ésta no estuvo sujeta a la aprobación de la mayoría de la minoría (es decir, de la mayoría de los accionistas no vinculados al controlador) en la junta general de accionistas de Southern, sino a la aprobación por parte de accionistas que representasen dos tercios del capital (incluyendo a Grupo México). Para asegurarse de alcanzar dicha mayoría, Grupo México, que tenía 54.17% del capital de Southern, necesitaba el voto de Cerro o el de Phelps Dodge. Para la Corte estas circunstancias afectaron la performance del comité de directores independientes pues Cerro y Handelsman no tenían los mismos objetivos que el resto de los accionistas minoritarios.

“Durante las negociaciones sobre la transacción Cerro no tenía en mente los beneficios a largo plazo para Southern de adquirir Minera, ni tampoco los tenía Phelps Dodge. Seguramente Cerro no quería una operación tan desastrosa que hundiera completamente el valor de Southern, pero no tenía ningún incentivo racional para oponerse a una operación sub-óptima si ello suponía asumir el riesgo de no poder vender sus acciones de Southern”⁽⁸⁾.

(7) Decisión; p. 30.

(8) Decisión; p. 34.

De hecho, la Corte nota que poco tiempo después del cierre de la Transacción, Cerro vendió todas sus acciones de Southern.

Como consecuencia de todo ello, al no haber existido un comité de directores independientes que tuviese una actuación efectivamente independiente y debido a que la evidencia indicaba una diferencia de valor considerable entre el valor de mercado de las acciones de Southern y el valor intrínseco o fundamental de las acciones de Minera, la Corte condena a AMC al pago de la indemnización y de los honorarios de los abogados de la demandante.

2. Problemática de las transacciones entre partes relacionadas

El tratamiento de las transacciones entre partes relacionadas es parte de la problemática más amplia de las relaciones de agencia, que se encuentra en el centro mismo del Derecho de Sociedades. Como se sabe, una relación de agencia es aquella en la que una persona, el principal; ha delegado en otra persona, el agente; la capacidad para decidir y adoptar acciones cuyos efectos recaerán sobre el principal. La autoridad discrecional se delega con la finalidad de que el agente actúe en beneficio del principal, pero el hecho mismo de que exista discrecionalidad de parte del agente genera la posibilidad de que éste prefiera actuar en beneficio propio antes que en el de su mandante. Como lo explica Jensen:

“(U)na relación de agencia (es) un contrato bajo el cual una o más personas -los principales- contratan a otra persona -el agente- para que realice algún servicio en su beneficio que implica delegar algún grado de discreción al agente. Si ambas partes de la relación buscan maximizar su

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

beneficio personal, hay buenas razones para pensar que el agente no siempre actuará en interés del principal⁽⁹⁾.

Un ejemplo de una relación de agencia es la que existe entre los accionistas y los administradores en una sociedad anónima. Los accionistas, a través del contrato social y de las reglas de gobierno de la sociedad, delegan autoridad en los administradores para que administren la sociedad en pro del interés social. Otro ejemplo de relación de agencia es la que existe entre el accionista de control y los accionistas minoritarios en una sociedad anónima en la que existe un bloque de control. Debido a que las reglas de gobierno de la sociedad normalmente hacen que los acuerdos adoptados con determinadas mayorías sean vinculantes para la sociedad y sus administradores⁽¹⁰⁾, el accionista mayoritario tiene la potestad de adoptar decisiones cuyos efectos recaen también sobre los accionistas minoritarios.

Como lo expresan Armour, Hansman y Kraakman, “(a)quí los accionistas no controladores pueden ser vistos como los principales y los accionistas controladores como los agentes, y la dificultad reside en asegurarse que aquellos no sean expropiados por éstos⁽¹¹⁾. Pero, como lo explican estos autores, esta moneda tiene también otra cara:

“Aunque este problema es más conspicuo en las tensiones entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, aparece (también) cada vez que algún sub conjunto de los propietarios de la firma puede controlar decisiones que afectan a la clase de propietarios como un todo. Así si los accionistas minoritarios tienen derechos de veto respecto de determinadas decisiones, ello puede dar lugar a esta segunda especie de problemas de agencia. Problemas similares pueden ocurrir entre accionistas comunes y preferentes y entre acreedores senior y junior en el contexto de insolvencia (en el que los acreedores son los propietarios efectivos de la firma)⁽¹²⁾.

La problemática que plantean las relaciones de agencia es compleja: cómo alinear la conducta de los agentes con los intereses de sus principales en situaciones en las cuales es de la esencia de las cosas que el agente cuente con la capacidad de actuar discrecionalmente y que necesariamente enfrente situaciones en las que exista la posibilidad de usar esa discreción para maximizar su beneficio personal a costa del beneficio de su principal. Para ello el sistema jurídico y, más ampliamente, los sistemas de gobierno corporativo, cuentan con un extenso menú de instrumentos, desde los mecanismos contractuales de alineamiento de los gestores, como pueden ser el otorgamiento de bonos por resultados o la participación en planes de opciones, hasta los regímenes de imposición de responsabilidades de tipo civil o penal a los administradores, pasando por las obligaciones de información típicas de la regulación de los mercados de valores, la presencia de directores independientes en los consejos directivos de las empresas y la creciente importancia de los aspectos reputacionales para las empresas en los mercados de capitales modernos.

Enfrentar esta problemática, sin embargo, se vuelve mucho más complicado cuando nos encontramos en el campo de las transacciones entre partes relacionadas. En éstas, existe una relación previa entre el agente y la contraparte de la transacción que hace mucho más patente el potencial conflicto entre el interés del agente y el interés del principal. En las transacciones entre partes relacionadas el

(9) JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm*. Cambridge: Harvard University Press, 2000; pp. 85 y 86.

(10) Como lo expresa el artículo 111 de la Ley General de Sociedades: “(...) Los accionistas constituidos en junta general debidamente convocada, y con el quórum correspondiente, deciden por la mayoría que establece esta ley los asuntos propios de su competencia. Todos los accionistas, incluso los disidentes y los que no hubieran participado en la reunión, están sometidos a los acuerdos adoptados por la junta general”.

(11) ARMOUR, John; HANSMAN, Henry y Reiner KRAAKMAN. *Agency Problems and Legal Strategies*. En: KRAAKMAN, Renier y otros. *The Anatomy of Corporate Law*. 2da. edición. Oxford: Oxford University Press, 2009; p. 36.

(12) *Ibidem*.



Jose Antonio Payet Puccio

agente típicamente participa directa o indirectamente en la propiedad de la contraparte de la transacción o tiene algún otro interés económico en ella, de tal manera que el beneficiar a la contraparte antes que al principal cuyo interés debe maximizar puede repercutir en un beneficio económico al agente.

Como lo explica Robert Clark, una transacción entre partes relacionadas ocurre cuando se cumplen tres condiciones:

“Primero, hay una transacción entre la sociedad de referencia (o grupo de inversionistas públicos) y alguna otra persona. Por sociedad de referencia simplemente me refiero a la compañía o accionistas cuyos intereses pueden estar en riesgo (...). Segundo, un determinado individuo (o grupo de individuos), tiene influencia decisoria con respecto de las acciones adoptadas por la sociedad de referencia o grupo de inversionistas. La persona de influencia será frecuentemente un director, funcionario o accionista controlador (...). Puede o no ser la otra persona que se menciona en la primera condición. Tercero, esta persona de influencia o grupo tiene un interés personal mayor en el beneficio de la otra persona involucrada en la transacción, o en ciertas consecuencias colaterales de la transacción, que en el bienestar de la sociedad de la referencia o grupo de inversionistas”⁽¹³⁾.

El caso paradigmático de una transacción entre partes relacionadas es una operación entre una sociedad (la sociedad de referencia) y su accionista controlador u otra persona en la cual su accionista controlador tiene una participación accionaria mayor (por ejemplo, 100%) que la que ostenta en la sociedad de referencia (por ejemplo, 25%). En ese caso, de cada unidad de sobreprecio que el controlador puede cobrarle a la sociedad de referencia, 25% es soportado por los accionistas minoritarios. En el caso de Americas Mining Corp. que resumimos en páginas anteriores, la participación de Grupo México en Southern era de 54.17%. Por cada US\$ 100.00 dólares extra que Southern pagara a Grupo México por las acciones de Minera, US\$ 45.83 dólares serían soportados

por los accionistas minoritarios de Southern, es decir representarían una transferencia directa de valor de tales accionistas minoritarios a favor del controlador.

Las transacciones entre partes relacionadas están relacionadas con el fenómeno al que la literatura económica denomina *tunneling*, consistente en la transferencia oculta de recursos de una compañía a su accionista controlador o sus administradores. En un reciente artículo sobre la materia, Atanasov, Black y Ciccotello reconocen tres formas de *tunneling*: (i) el *tunneling* de flujos de efectivo (*cash flow tunneling*), en el cual los *insiders* extraen parte de los flujos de efectivo de la compañía, por ejemplo a través de un contrato de prestación de servicios con un honorario superior al valor de mercado; (ii) el *tunneling* de activos (*asset tunneling*), en el que los *insiders* extraen activos de la compañía por debajo del valor de mercado o le transfieren activos a un precio sobrevaluado; y, (iii) el *tunneling* de acciones (*equity tunneling*), en el que los *insiders* adquieren acciones de la compañía por debajo de su valor de mercado generando la dilución de los demás accionistas⁽¹⁴⁾.

Citando un trabajo anterior⁽¹⁵⁾, Atanasov explica cada una de estas modalidades en los siguientes términos:

“El *tunneling* de flujos de efectivo remueve parte del flujo de efectivo de un año, pero no afecta el stock de activos productivos de largo plazo, y en consecuencia no afecta directamente el valor de la firma para todos los inversionistas, incluyendo el controlador. El *tunneling* de flujos de

(13) CLARK, Robert. *Corporate Law*. Nueva York: Little Brown and Company, 1996; p. 147.

(14) ATANASOV, Vladimir; BLACK, Bernard y Conrad S. CICCOTELLO. *Law and Tunneling*. En: *The Journal of Corporation Law*. Volumen 37; p. 5. Disponible en web: <http://ssrn.com>

(15) ATANASOV y otros. *Unbundling and Measuring Tunneling 2*. En: *University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper 117*, 2008. Disponible en web: <http://ssrn.com>

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

efectivo puede repetirse de año a año, pero la fracción del flujo de efectivo que se transfiere puede cambiar en el tiempo. Frecuentemente las transacciones de *cash flow tunneling* no son directamente con *insiders* sino con firmas controladas por *insiders* (o en las que simplemente tienen un mayor porcentaje de interés económico que en la firma en cuestión)⁽¹⁶⁾.

A su vez:

“(E)l *tunneling* de activos involucra la transferencia de activos de largo plazo (tangibles o intangibles) de (a) la firma por menos (más) que el valor de mercado. Ello incluye la compra de activos o participaciones accionarias sobrevaluados en firmas relacionadas y la transferencia de activos subvaluados a firmas relacionadas. El *asset tunneling* se diferencia del *cash flow tunneling* en que la transferencia tiene un efecto permanente en la capacidad de la firma de generar ingresos. Las transferencias de: (a) la firma también pueden afectar la rentabilidad de los demás activos de la firma si los activos transferidos tienen una sinergia positiva (negativa) con los demás activos de la firma”⁽¹⁷⁾.

Finalmente, “el *equity tunneling* incrementa la participación del controlador en la firma a costo de los accionistas minoritarios, pero no cambia directamente los activos productivos de la firma o sus flujos de caja. Ejemplos de *equity tunneling* incluyen emisiones de acciones con efecto dilutivo y exclusiones de accionistas minoritarios”⁽¹⁸⁾.

En una transacción entre partes relacionadas, el agente enfrenta incentivos económicos para establecer términos que no beneficien a su principal sino a la parte con la que se encuentra relacionado. Por ello, en este tipo de situaciones se pone en entredicho la base misma del sistema contractual: que un contrato alcanzado como resultado de la libre negociación de las partes maximizará en beneficio de ambas. La problemática es similar a la de la autocontratación, la situación en la que el representante contrata consigo mismo.

En este contexto, la pregunta que surge es por qué el Derecho de Sociedades permite las transacciones entre partes relacionadas, en lugar de prohibirlas en forma absoluta. Como lo explica Clark, en el Derecho norteamericano muchos tipos de transacciones entre partes relacionadas estuvieron prohibidas en algún momento histórico, independientemente de que fueran justas y equitativas para la compañía o no, y es recién a partir de 1910 en que tales transacciones se autorizan en la medida que sean aprobadas por una mayoría de directores desinteresados⁽¹⁹⁾.

En general, se reconoce a nivel del Derecho Comparado que el hecho de que dos partes estén vinculadas no es razón suficiente para prohibir la realización de una operación entre ellas. Por un lado, estas operaciones en ciertos casos implican la generación de eficiencias que no serían posibles sin la existencia de vinculación. La existencia de vinculación con la contraparte puede generar eficiencias desde el punto de vista de costos de transacción en la contratación. Por ejemplo, en situaciones donde los mercados son poco desarrollados o se trata de una compañía pequeña o mediana, la vinculación puede permitir a la contraparte evaluar adecuadamente la solvencia o el riesgo de incumplimiento en el contrato, facilitando la contratación en un contexto en que negociar con un tercero no vinculado sería más difícil o costoso. Asimismo, en los casos de grupos de sociedades, la contratación con partes relacionadas, sociedades pertenecientes al mismo grupo, es parte de la forma en la que se conducen los negocios del grupo y permite a cada una de las sociedades que lo conforman acceder a las eficiencias que se generan por la pertenencia al grupo.

(16) ATANASOV, Vladimir; BLACK, Bernard y Conrad S. CICCOTELLO. *Óp. cit.*; p. 5.

(17) *Ibidem*.

(18) *Ídem.*; pp. 5-6.

(19) CLARK, Robert. *Óp. cit.*; p. 160.



Jose Antonio Payet Puccio

Por otro lado, existen mecanismos distintos a la prohibición absoluta, que pueden ayudar a reducir los riesgos de abuso en las transacciones con partes relacionadas. Como lo explica un informe sobre transacciones entre partes relacionadas publicado por la OECD en 2012:

“(L)as diferentes jurisdicciones han respondido de muchas formas distintas y los esfuerzos para administrar tales transacciones están en curso. Los problemas se centran alrededor de una opción de políticas bastante aguda. Por un lado, el proceso político o consenso acepta que las transacciones entre partes relacionadas pueden ser beneficiosas económicamente, especialmente en el contexto de los grupos de sociedades donde existen argumentos de que sustituyen a mercados e instituciones infra desarrollados. En consecuencia, salvo por excepciones como préstamos a directores, las transacciones entre partes desarrolladas, no son prohibidas. (...) Por otro lado, existe una clara preocupación de que tales transacciones pueden ser objeto de abuso por ‘insiders’ tales como ejecutivos o accionistas controladores. De hecho, la preocupación para contralar las transacciones entre partes relacionadas a nivel corporativo ha sido un aspecto clave del desarrollo del derecho de sociedades en muchos países durante el último siglo. Encontrar un balance es algo que se viene haciendo a la vez que cambian las economías y las instituciones”⁽²⁰⁾.

3. Aproximaciones normativas a las transacciones entre partes relacionadas

Existe un muy amplio menú de instrumentos normativos que se utilizan para combatir el *tunneling* y filtrar de las transacciones entre partes relacionadas aquellas que son beneficiosas para la sociedad de aquellas que son lesivas. De hecho, los instrumentos jurídicos son sólo parte del menú de opciones que existe para lograr este propósito. Existen otros mecanismos no jurídicos, cuya eficacia puede ser incluso superior a la de los instrumentos legales.

Para efectos expositivos, podemos clasificar los mecanismos jurídicos para regular las transacciones entre partes relacionadas en las siguientes categorías:

a) Reglas de información

Las reglas de información obligan a informar a determinadas personas o al público en general de la transacción con una parte relacionada.

b) Reglas de procedimiento

Las reglas de procedimiento implican el establecimiento de mecanismos y requisitos de orden procedimental para la aprobación o realización de una transacción con una parte relacionada: cómo, cuándo y por quién debe ser aprobada la transacción.

c) Estándares sustantivos

La aplicación de estándares sustantivos supone sujetar la realización de una transacción con una parte relacionada a determinados requisitos de orden sustantivo que se deben cumplir, es decir imponer un estándar respecto del contenido mismo de la operación, tal como que sea justa y equitativa para la compañía o para sus accionistas minoritarios.

Las reglas de procedimiento y las reglas de información pueden ser aplicadas antes o después de la transacción. Los estándares sustantivos, en cambio, son normalmente objeto de control *ex post*⁽²¹⁾. A continuación, nos referiremos a cada uno de estos tipos de instrumentos para enfrentar la problemática de las transacciones con partes relacionadas,

(20) OECD. *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. OECD Publishing, 2012. Disponible en web: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>

(21) Véase, en general: ARMOUR, John; HANSMAN, Henry y Reiner KRAAKMAN. *Óp. cit.*; pp. 35-53.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

con especial referencia al tratamiento que ofrece el Derecho peruano.

3.1. La información sobre transacciones con partes relacionadas

No podemos abordar la cuestión de la revelación de las transacciones con partes relacionadas como un mecanismo jurídico de control sin recordar la frase escrita por Louis Brandeis hace más de ochenta años: “*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*”⁽²²⁾. Y es que, efectivamente, la información tiene un rol fundamental en el combate contra las transacciones fraudulentas.

Por un lado, la información puede servir como un mecanismo que permite la selección de entrada⁽²³⁾. Si los inversionistas cuentan con información sobre la existencia y términos de las transacciones con partes relacionadas realizadas por una determinada sociedad, podrán considerar ese hecho como parte de su análisis respecto de si invertir, no invertir o desinvertir de la sociedad en cuestión. De otro lado, la información sobre las transacciones puede permitir a los accionistas actuar en defensa de sus intereses buscando impedir la transacción, dejarla sin efecto u obtener resarcimiento por sus efectos lesivos. La falta de información hace que los remedios legales a una transacción interesada lesiva carezcan de eficacia en la práctica. De allí la importancia del mecanismo de revelación de información. La información puede no ser un remedio suficiente contra el abuso de las transacciones con partes relacionadas, pero sin duda es un remedio necesario, en la medida que sin ella los demás mecanismos legales pueden ser meramente ilusorios.

A nivel internacional, las normas que obligan a las empresas a informar respecto de sus transacciones con partes relacionadas están generalmente ligadas o a la aplicación de determinadas reglas o principios contables o a la regulación de las obligaciones de informar de las compañías que son emisores de valores que se negocian en el mercado público.

3.1.1. La Norma Internacional de Contabilidad No. 24

Las normas y principios generales de contabilidad a nivel internacional obligan a las sociedades a revelar sus transacciones con partes relacionadas en sus estados financieros y constituyen, en tal sentido, un mecanismo para forzar la entrega de información sobre estas transacciones a las personas que tienen acceso a los mismos, tales como los accionistas. En el informe de la OECD que hemos citado anteriormente, se concluye que todos los países de la muestra objeto de estudio (Bélgica, Francia, India, Israel, e Italia), con la excepción de la India, habían adoptado la Norma Internacional de Contabilidad No. 24 (en adelante, NIC 24) que regula la revelación de las transacciones con partes relacionadas en los estados financieros.

La NIC 24 regula la revelación de las transacciones entre una empresa y las personas relacionadas a ésta en los estados financieros de la empresa. La norma incluye tanto la obligación de revelar las transacciones con partes relacionadas (“Las transacciones y los saldos pendientes entre partes relacionadas con otras entidades de un grupo se revelarán en los estados financieros de la entidad”), como la definición de a quién se debe considerar como una parte relacionada, cuáles son las transacciones que deben informarse, y cuál es la forma de la revelación.

La razón que justifica la revelación de las transacciones en los estados financieros desde el punto de vista de la fiabilidad de éstos se explica en la propia NIC 24 en los siguientes términos:

(22) BRANDEIS, Louis. *Other Peoples' Money and How the Bankers Use it*. Capítulo V. Disponible en web: <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196>

(23) ENRIQUES, Luca; HERIG, Gerard y Hideki KANDA. *Related Party Transactions*. En: KRAAKMAN, Reiner y otros. *Óp. cit.*; p. 153.



Jose Antonio Payet Puccio

“Las relaciones entre partes relacionadas son una característica normal del comercio y de los negocios. Por ejemplo, las entidades frecuentemente llevan a cabo parte de sus actividades a través de subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas. En esas circunstancias, la entidad tiene la capacidad de influir en las políticas financieras y de operación de la entidad participada a través de la presencia de control, control conjunto o influencia significativa.

La relación entre partes relacionadas puede tener efectos sobre los resultados y la situación financiera de una entidad. Las partes relacionadas pueden realizar transacciones que otras partes, carentes de relación, no podrían. Por ejemplo, una entidad que vende bienes a su controladora al costo, podría no hacerlo en esas condiciones a otro cliente. También, las transacciones entre partes relacionadas pueden no realizarse por los mismos importes que entre partes carentes de relación.

Los resultados y la situación financiera de una entidad pueden verse afectados por una relación entre partes relacionadas, incluso si no han tenido lugar transacciones entre dichas entidades. La mera existencia de la relación puede ser suficiente para afectar a las transacciones de la entidad con otras partes. Por ejemplo, una subsidiaria puede terminar sus relaciones con otra entidad ajena al grupo, con la que mantenga lazos comerciales, en el momento de la adquisición por su controladora de otra subsidiaria que se dedique al mismo tipo de actividad que la tercera anterior ajena al grupo. De forma alternativa, una de las partes puede abstenerse de actuar debido a la influencia significativa ejercida por la otra parte -por ejemplo, una subsidiaria puede recibir instrucciones de su controladora para no llevar a cabo actividades de investigación y desarrollo.

Por estas razones, el conocimiento de las transacciones, saldos pendientes, incluyendo compromisos, y relaciones de una entidad con partes relacionadas podría afectar a la evaluación de sus operaciones por los usuarios de los estados financieros, incluyendo la evaluación de los riesgos y oportunidades a los que se enfrenta la entidad”.

La NIC 24 define una transacción entre partes relacionadas de la siguiente manera:

“Una transacción entre partes relacionadas es una transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre una entidad que informa y una parte relacionada, con independencia de que se cargue o no un precio”.

A su vez, una parte relacionada “es una persona o entidad que está relacionada con la entidad que prepara sus estados financieros”. La relación entre una entidad y otra se define sobre la base del control, la influencia significativa o la pertenencia al grupo de administradores clave. La NIC 24 señala:

“Una persona, o un familiar cercano a esa persona, está relacionada con una entidad que informa si esa persona: (i) ejerce control o control conjunto sobre la entidad que informa; (ii) ejerce influencia significativa sobre la entidad que informa; o, (iii) es un miembro del personal clave de la gerencia de la entidad que informa o de una controladora de la entidad que informa”.

Asimismo:

“Una entidad está relacionada con una entidad que informa si le son aplicables cualquiera de las condiciones siguientes: (i) La entidad y la entidad que informa son miembros del mismo grupo (lo cual significa que cada una de ellas, ya sea controladora, subsidiaria u otra subsidiaria de la misma controladora, son partes relacionadas entre sí); (ii) Una entidad es una asociada o un negocio conjunto de la otra entidad (o una asociada o control conjunto de un miembro de un grupo del que la otra entidad es miembro); (iii) Ambas entidades son negocios conjuntos de la misma tercera parte; (iv) Una entidad es un negocio conjunto de una tercera entidad y la otra entidad es una asociada de la tercera entidad; (v) La entidad es un plan de beneficios post-empleo para

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

beneficio de los empleados de la entidad que informa o de una entidad relacionada con ésta. Si la propia entidad que informa es un plan, los empleadores patrocinadores también son parte relacionada de la entidad que informa; (vi) La entidad está controlada o controlada conjuntamente por (una persona identificada la definición de persona relacionada); y, (vii) Una persona (...) (con control sobre la entidad que informa) tiene influencia significativa sobre la entidad o es un miembro del personal clave de la gerencia de la entidad (o de una controladora de la entidad)".

La NIC 24 obliga a revelar las relaciones entre una matriz y sus subsidiarias, independientemente de que haya o no habido transacciones entre ambas en el período relevante. Además, obliga a revelar la compensación que se otorga a los miembros clave de la administración de la entidad. Asimismo, la norma señala que:

“Si una entidad ha tenido transacciones con partes relacionadas durante los periodos cubiertos por los estados financieros, ésta revelará la naturaleza de la relación con la parte relacionada, así como la información sobre las transacciones y saldos pendientes, incluyendo compromisos, que sea necesaria para que los usuarios comprendan el efecto potencial de la relación sobre los estados financieros”.

El detalle de información a revelar incluye el importe de la transacción, el importe de los compromisos pendientes, los términos y condiciones de éstos, incluyendo si están garantizados y la naturaleza de la contraprestación, así como detalles de cualquier garantía otorgada o recibida.

Siendo la NIC 24 un buen mecanismo para promover la transparencia en cuanto a la existencia, tipo y cuantía de las transacciones con partes relacionadas de una empresa, se han anotado, no obstante ello, algunas deficiencias. La primera es que, a pesar de la exigencia que en sus términos tiene la NIC 24, su aplicación práctica está a cargo de la propia empresa y sus auditores, lo cual puede generar algunos

vacíos o hacer la revelación menos clara que lo deseable⁽²⁴⁾.

Por otro lado, la relevación de las transacciones en los estados financieros tiene carácter periódico, lo que puede generar que haya un lapso de tiempo relativamente largo entre la ocurrencia de la transacción y la oportunidad en la que la información al respecto es pública o puede ser conocida por los accionistas. Como se sabe, en el Perú en el caso de los emisores de valores de oferta pública, los estados financieros se deben elaborar y revelar con periodicidad trimestral, mientras que en el caso de las empresas que no están sometidas a las obligaciones de informar del mercado de valores, el único requisito legal es el de formular estados financieros anuales para ser sometidos a la junta obligatoria anual de accionistas.

3.1.2. Revelación como Hechos de Importancia
Los problemas anotados con respecto a la obligación de revelar y de la oportunidad de revelación de transacciones con partes relacionadas han hecho que a nivel del Derecho Comparado se exija también la revelación de tales transacciones como parte de las obligaciones de información que tienen los emisores de valores de oferta pública. En este sentido, por ejemplo, con la finalidad de hacer más objetiva la obligación de revelar, las regulaciones federales del mercado de valores de los Estados Unidos obligan a las empresas cuyos valores se negocian en mercados públicos de los Estados Unidos a revelar anualmente todas las transacciones que excedan US\$ 120,000 dólares de valor, en las cuales los integrantes del directorio, los ejecutivos o los accionistas con participación mayor a 5% en el capital del emisor tienen un “interés material”⁽²⁵⁾.

(24) OECD. *Óp. cit.*; p. 22.

(25) Véase: MIN, Geyoung. *The SEC and the Court's Cooperative Policing of Related Party Transactions*. Virginia: University of Virginia Law School. En: *John M. Olin Law and Economics research paper Series 2013-06*; pp. 18 y siguientes. Disponible en web: <http://www.ssrn.com>



Jose Antonio Payet Puccio

No obstante que esta norma hace más objetivo el estándar para la revelación de una transacción entre partes relacionadas, no soluciona el problema de la oportunidad de la revelación, en la medida que la obligación es de realizar el reporte en forma anual. En cambio, en otras jurisdicciones que tienen vigente un sistema de revelación continua para los hechos relevantes, la revelación de las transacciones entre partes relacionadas debe hacerse muchas veces en forma inmediata. Tal es el caso, por ejemplo, de la regulación italiana, que obliga a los emisores a revelar en forma inmediata las transacciones con partes relacionadas que superen un determinado límite cuantitativo⁽²⁶⁾.

3.2. Reglas de procedimiento

Una segunda estrategia para enfrentar las transacciones entre partes relacionadas es el establecimiento a nivel normativo, de mecanismos y procedimientos que deben emplearse para su aprobación. Dichos procedimientos buscan remediar los conflictos de intereses existentes por la relación de vinculación existente entre la sociedad y la contraparte en la transacción, conflictos que hacen que los deberes de diligencia y lealtad, el mecanismo básico empleado por el Derecho de Sociedades para buscar el alineamiento de los intereses de los administradores y los accionistas, no sea suficiente.

En este marco, en numerosas jurisdicciones se han establecido reglas especiales para la aprobación de transacciones con partes relacionadas. Estas reglas incluyen normas sobre los órganos encargados de la aprobación, los deberes de abstención de personas vinculadas a la contraparte y el rol de los directores independientes, y la participación de terceros en el proceso de aprobación. Típicamente las normas son de aplicación a sociedades de determinada envergadura o cuyos valores se negocian en mercados públicos y a transacciones que superan un determinado valor. Los factores que gatillan la aplicación de este tipo de normas son la mera existencia de vinculación, cuya definición se hace sobre la base de relaciones de propiedad y de gestión, con criterios similares a los que utiliza la NIC 24. Estos elementos son más objetivos que el concepto de interés en conflicto que típicamente emplea la legislación societaria.

3.2.1. Rol del directorio y los directores independientes

Un mecanismo que se utiliza con frecuencia a nivel

internacional, es el requisito de que las transacciones con partes relacionadas sean aprobadas por el directorio de la sociedad con el voto de los directores independientes. La institución del director independiente es uno de los pilares fundamentales del gobierno corporativo moderno. El director independiente es una persona que no sólo no se encuentra vinculada a la administración de la sociedad ni al grupo de control de ésta, sino que por su trayectoria profesional y su prestigio contribuye significativamente a que las decisiones del directorio de la sociedad sean técnicas e independientes. La idea es que un director independiente, por su “peso específico”, no se prestará a aprobar transacciones cuestionables que afecten los derechos e intereses legítimos de los accionistas minoritarios.

Como se ha señalado:

“(R)equerir o incentivar la aprobación de transacciones entre partes relacionadas por parte de directores independientes tiene varias virtudes: primero, el cumplimiento es (relativamente) barato; segundo, las transacciones justas, que generen valor a la compañía serán probablemente aprobadas y en consecuencia quedarán inmunes de ataque externo; tercero, los directores independientes podrán cuestionar al menos las transacciones con partes relacionadas más sospechosas”⁽²⁷⁾.

Un ejemplo del requisito de aprobación de una transacción entre partes relacionadas por parte del directorio, con exclusión de los directores vinculados, es la Ley 20382 de Chile, que estableció varios mecanismos destinados a mejorar el gobierno corporativo de las sociedades chilenas. En materia

(26) BIANCHI, M. y otros. *Regulation and Self Regulation of Related Party Transactions in Italy*. En: *Quaderni di Finanza, Germania*, 2014; p. 12.

(27) ENRIQUES, Luca; HERIG, Gerard y Hideki KANDA. *Óp. cit.*; p. 162.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

de transacciones con partes relacionadas en sociedades abiertas, la norma dispuso que el directorio debía aprobar la operación de forma previa a efectuarla y por la mayoría absoluta de sus miembros, con exclusión de los directores vinculados, debiendo dejarse constancia en el acta de los fundamentos y razones del acuerdo⁽²⁸⁾.

Es cierto que la aprobación por directores desinteresados tiene también sus problemas y que existen casos en los que los directores no vinculados no garantizan que la compañía se comporte como un verdadero tercero independiente, como sucedió en el caso de Americas Mining Corp. que reseñamos al inicio. Sin embargo, en general se considera que los beneficios de la participación de directores no vinculados en la aprobación de transacciones con partes relacionadas exceden a los costos y riesgos de la misma.

Finalmente, es importante advertir que la figura del director desinteresado o no afectado por vinculación con la parte relacionada materia de la transacción no coincide totalmente con la del director independiente. Los requisitos de independencia de un director se refieren fundamentalmente a la ausencia de relación con la sociedad a la que sirve (salvo por su carácter de director), sus principales accionistas y su administración. En el caso de las transacciones con partes relacionadas, lo que se persigue es la ausencia de relación únicamente con la parte que es objeto de la transacción. En este sentido, un director que no califique como director independiente, por ejemplo por estar vinculado a alguno de los accionistas principales, sí podría ser considerado como director no vinculado o director desinteresado con respecto a una transacción con una parte relacionada a otro de los accionistas principales de la sociedad.

3.2.2. Sometimiento a la Junta General de Accionistas

Un mecanismo alternativo o complementario a la aprobación por parte del directorio sin la participación de los directores vinculados a la contraparte es el sometimiento de la transacción a la junta general de accionistas. En caso que la transacción que se pretenda realizar sea con una

entidad vinculada al accionista controlador, la aprobación deberá hacerse sin el voto de dicho accionista. Se trata, pues, de la regla denominada de aprobación por la mayoría de la minoría.

Como lo explican Enriques, Hartig y Kanda, llevar la aprobación de una transacción con una parte relacionada a los accionistas no deja de tener lógica:

“Los accionistas son, después de todo, la parte que pierde a consecuencia del oportunismo de los gestores o del accionista controlador. Los directores externos son desinteresados, mientras que los accionistas están afirmativamente interesados en preservar el valor corporativo. Parecería, entonces, que la junta general de accionistas debería revisar las transacciones con partes relacionadas⁽²⁹⁾.”

En el mismo sentido, Paz Ares ha señalado:

“Por nuestra parte, después de repasar los distintos modelos y fieles a la máxima que invita a no multiplicar la complejidad, nos inclinamos a pensar que la competencia para impartir la autorización debe ser atribuida a la Junta General, pero sólo en los casos más graves (cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia [de un administrador] o afecte una transacción interesada cuyo importe exceda un determinado porcentaje: por ejemplo, el 10% del valor del activo de la compañía) (...)”⁽³⁰⁾.

No obstante ello, como señalan Enriques, Hartig y Kanda, la mandatoria aprobación

(28) SALAS, Jaime. *Nueva Normativa sobre Gobiernos Corporativos: Un Análisis, Serie Informe Legislativo No. 30. Libertad y Desarrollo*. Marzo de 2010; p. 25.

(29) ENRIQUES, Luca; HERIG, Gerard y Hideki KANDA. *Óp. cit.*; p. 166.

(30) PAZ ARES, Cándido. *La Responsabilidad de los Administradores como Instrumento de Gobierno Corporativo*. Barcelona: Indret, 4/2003, 20903; p. 16. Disponible en web: <http://www.indret.com>



Jose Antonio Payet Puccio

por la junta general de accionistas con la abstención del accionista de control podría generar importantes costos de transacción y problemas de acción colectiva. Por lo demás, dar la posibilidad de veto a los accionistas minoritarios en una transacción entre partes relacionadas podría crear un problema de agencia inverso y generar un potencial caso de extorsión de la minoría. En tal sentido, la aprobación por la junta general y el deber de abstención del accionista vinculado debería venir aparejada con otros instrumentos de gobierno corporativo, como el reconocimiento del interés del grupo de sociedades o la posibilidad de exclusión de accionistas minoritarios (*squeeze-out*)⁽³¹⁾.

Un ejemplo de la exigencia de aprobación de ciertas transacciones entre partes relacionadas por parte de la mayoría de la minoría es el denominado *Multilateral Instrument 61-101, Protection of Minority Security Holders in Special Transactions (MI 61-101)*, de Canadá. Esta norma, aprobada por las comisiones de valores de Ontario y Quebec, se aplica a las sociedades con acciones listadas y establece que un emisor no deberá realizar una transacción con una parte relacionada cubierta por la norma a no ser que cuente con la aprobación de la mayoría de los accionistas no interesados. Para tal efecto, se consideran accionistas interesados, y se excluyen de la votación a las acciones que sean de propiedad, directa o indirecta, de la propia sociedad, de cualquier parte interesada o de cualquier persona relacionada a cualquier parte interesada. A tal efecto, se utiliza una definición de persona relacionada similar a la de la NIC 24, que incluye a las personas con control sobre una entidad, así como a sus ejecutivos principales.

Otras jurisdicciones han optado por establecer la aprobación por la junta general de accionistas, con el voto a favor de la mayoría de la minoría, como un mecanismo alternativo a la aprobación por parte del directorio. Por ejemplo, en Italia, las normas exigen que una transacción entre partes relacionadas deba ser aprobada por el directorio con la opinión favorable de los directores no interesados. En caso que los directores

desinteresados hayan recomendado la desaprobación de la transacción, ésta puede ser sometida a la junta general de accionistas, que para aprobarla requiere del voto favorable de la mayoría de las acciones, excluyendo las de los accionistas vinculados a la contraparte⁽³²⁾.

3.2.3. *Fairness opinions*

Otro mecanismo que se establece en algunos casos como parte del proceso de aprobación de una transacción entre partes relacionadas es una opinión de valor de un tercero independiente, a través de la cual se certifique que los términos de la operación son justos y equitativos. Estas opiniones o informes, denominados habitualmente *fairness opinions*, son típicamente emitidos por bancos de inversión o empresas de consultoría financiera.

Las *fairness opinions* son un elemento bastante usual en las transacciones de fusiones y adquisiciones en el mercado norteamericano y se utilizan por parte de los directorios de las sociedades listadas como un elemento para acreditar el cumplimiento de sus deberes fiduciarios en transacciones corporativas de importancia⁽³³⁾. Bajo las leyes de Delaware, donde están constituidas una gran parte de las grandes empresas norteamericanas, los integrantes de un directorio están:

“(T)otalmente protegidos al confiar de buena fe (...) en información, opiniones, reportes o declaraciones presentados a la corporación por cualquiera de los funcionarios o empleados de la corporación o por cualquier otra persona que el

(31) Véase: PAYET, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías*. En: *Themis*. 2da. época. No. 46. Lima: pp. 77 y siguientes.

(32) BIANCHI y otros. *Op. cit.*; p. 12.

(33) Véase: BECHUCK, Lucian Arye y Marcel KAHAN. *Fairness opinions: How fair are they and what can be done about it?* En: *Duke Law Journal*, 1989; pp. 26 y siguientes.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

integrante del directorio razonablemente considera que están bajo la competencia profesional de tal persona”⁽³⁴⁾.

La obligación de incluir opiniones de valor de terceros en el proceso de aprobación de una transacción con partes relacionadas ha sido incorporada en algunas legislaciones. Por ejemplo, en la MI 61-101 de Canadá, se requiere de una valuación formal para transacciones entre partes relacionadas consistentes en transferencias de activos, arrendamientos, fusiones y emisiones de valores. Asimismo, en el caso de Chile, si la transacción se somete a la junta general de accionistas, el directorio deberá designar a un evaluador independiente para que informe respecto a las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad⁽³⁵⁾.

El uso de opiniones de terceros respecto de las condiciones sustantivas de la operación puede ser un buen mecanismo para incrementar la transparencia en el proceso de toma de decisiones, sobre todo si la transacción se somete a un foro como la junta general de accionistas, en el que los llamados a tomar la decisión no necesariamente cuentan anteriormente con toda la información relevante. Explicitar las consideraciones de negocios relevantes para la toma de la decisión es importante para la transparencia del proceso.

Sin embargo, este tipo de opiniones de terceros puede servir también para validar transacciones cuyos términos no necesariamente son óptimos para la compañía. Como lo expresa Atanasov: “Hoy las *fairness opinions* a veces están risiblemente alejadas de la verdad, como lo demuestran los ejemplos de M&F y de Enron. Un poco de responsabilidad directa hacia los accionistas minoritarios reduciría este problema”⁽³⁶⁾.

De hecho, Bebchuk y Kahan han argumentado que los bancos de inversión tienden a emitir opiniones sesgadas a favor de la administración de las compañías debido a los conflictos de interés que enfrentan:

“Los bancos de inversión enfrentan conflictos de interés que los llevan a usar su discreción para emitir *fairness opinion* pro - administración. (...) (L)as opiniones pro - administración generalmente incrementan los ingresos de los bancos. Dichas opiniones hacen que sea más probable que los bancos reciban honorarios de éxito o, cuando el banco no recibe un honorario de éxito, a generar más trabajo (...)”⁽³⁷⁾.

3.3. Estándares sustantivos

La aplicación de estándares sustantivos implica establecer ciertas normas o patrones que debe cumplir la transacción en sí misma y la decisión que sobre ella se adopte por parte de los órganos societarios correspondientes. La conformación de dicha decisión a los estándares aplicables es luego susceptible de revisión *ex post* por una autoridad jurisdiccional o administrativa. Los deberes tradicionales de diligencia y lealtad que utiliza el Derecho de Sociedades en forma prácticamente universal incorporan este tipo de estándares.

Este es el sistema que impera en el Derecho Societario de Delaware, con determinadas características que lo hacen especialmente relevante. Min lo resume en los siguientes términos:

“Los directores y otros funcionarios involucrados en una transacción entre partes relacionadas, están sujetos al deber fiduciario de lealtad. Dicho deber ‘ordena que los mejores intereses de la compañía y de sus accionistas tomen precedencia sobre cualquier interés poseído por un director, funcionario o

(34) DAVIDOFF, Steven M.; MAKHJA, Anil K. y Narayanan RAJESH. *Fairness Opinions in M&As*; p. 486. Disponible en web: <http://ssrn.com>

(35) SALAS. *Óp. cit.*; p. 25.

(36) ATANASOV. y otros. *Óp. cit.*; p. 41.

(37) BECHUCK, Lucian Arye y Marcel KAHAN. *Óp. cit.*; p. 53.



Jose Antonio Payet Puccio

accionista controlador y no compartido por los accionistas en general'. En general las acciones derivativas de accionistas alegando un incumplimiento del deber de lealtad proceden de la siguiente manera. Una vez que el accionista-demandante prueba la existencia de un conflicto de interés entre una compañía y un director, la presunción del *business judgement* es rebatida y la revisión bajo el *fairness review* se aplica. Bajo el *fairness review*, el director-demandado tiene la carga de probar la justicia intrínseca tanto del proceso (negociación justa) como de la sustancia (precio justo o términos justos) de la transacción en cuestión. Si el director-demandando tiene éxito en probar ambas condiciones, el accionista-demandante no puede suspender la transacción ni exigir ninguna indemnización. Cuál es el estándar de revisión aplicable es frecuentemente la clave para el éxito en un caso determinado debido a que muchas veces es difícil y costoso para los directores superar el *fairness test* o, por el otro lado, para los accionistas rebatir la protección del *business judgement review*⁽³⁸⁾.

El establecimiento de estándares sustantivos, como los que se aplican bajo el Derecho de Delaware para la revisión de las transacciones entre partes relacionadas, genera la necesidad de contar con un mecanismo de control *ex post* eficaz y sofisticado que permita revisar la adecuación de la conducta o la transacción al estándar. Adicionalmente, los mecanismos de revisión posterior pueden implicar importantes costos de transacción y generar incertidumbre *ex ante* respecto de cuáles son los términos aceptables para una transacción, afectando la toma de decisiones. Es por ello que, incluso en el Derecho Societario de Delaware y otros estados de los Estados Unidos, se acepta generalmente que, a pesar de la existencia de una transacción entre partes relacionadas, en caso se aplique un procedimiento de toma de decisiones que minimice la existencia del conflicto de intereses, la transacción será protegida por la *business judgement rule*⁽³⁹⁾. Para ello, sin embargo, se requerirá de mecanismos verdaderamente

eficaces, como por ejemplo la existencia de un comité de directores independientes que funcione verdaderamente como un tercero no relacionado, o de la aprobación de la *mayoría de la minoría* en la junta general de accionistas.

Finalmente, al hablar de estándares sustantivos, es importante referirnos al tratamiento de las transacciones entre partes relacionadas que forman parte de un grupo de sociedades. Habida cuenta de que con frecuencia las sociedades se organizan en grupos, es necesario reconocer el concepto de interés del grupo como un parámetro a incorporar en los estándares a ser utilizados para juzgar las transacciones entre partes relacionadas. Citamos a este respecto una de las recomendaciones del Informe Winter, de 2002:

“El Grupo considera que existen razones para requerir a los Países Miembros que establezcan una regla marco para los grupos que permita a los administradores de una sociedad perteneciente a un grupo adoptar e implementar una política coordinada de grupo, siempre que los intereses de los acreedores de cada sociedad sean protegidos efectivamente y haya un balance de ventajas y desventajas a lo largo del tiempo para los accionistas externos de cada sociedad”⁽⁴⁰⁾.

4. Tratamiento en el Derecho peruano

Habiendo revisado conceptualmente los principales mecanismos que se emplean en

(38) MIN, Geyoung. *Óp. cit.*; p. 15.

(39) Sin embargo, como lo señaló la Corte en el caso *Americas Mining Corp.*, en casos donde el accionista controlador de una sociedad es la contraparte directa o indirecta, bajo la ley de Delaware la transacción siempre se revisará bajo el estándar de *entire fairness*.

(40) *Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*. Bruselas: 4 de noviembre de 2002; p. 97.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

el Derecho Comparado para hacer frente a la problemática de las transacciones con partes relacionadas, pasamos ahora a referirnos al Derecho nacional, a fin de examinar cómo se resuelve esta cuestión bajo nuestra normativa.

4.1. Información

Las sociedades peruanas están sujetas a la obligación de elaborar sus estados financieros según las Normas Internacionales de Contabilidad y, en tal sentido, deben aplicar la NIC 24 sobre revelación de transacciones entre partes relacionadas. En efecto, como se sabe, la formulación de los estados financieros de las sociedades debe realizarse de acuerdo con principios y normas contables que buscan estandarizar la presentación de la información financiera de las empresas y hacer que en lo posible la misma refleje fielmente su situación económica y financiera. En este sentido, el artículo 223 de la Ley General de Sociedades señala que “los estados financieros se preparan y presentan de conformidad con las disposiciones legales sobre la materia y con principios de contabilidad generalmente aceptados en el país”.

Sobre esta base, por Resolución No. 013-98-EF/93.01 se precisó que los principios de contabilidad generalmente aceptados a los que se refiere el artículo 223 de la Ley General de Sociedades comprenden sustancialmente a las normas internacionales de contabilidad que sean oficializadas mediante resolución por el Consejo Normativo de Contabilidad. Asimismo, mediante la Resolución del Consejo Normativo de Contabilidad No. 053-2013-EF/30 se precisó el ámbito de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a las sociedades peruanas. Igualmente, por el artículo 5 de la Ley 29720, se estableció que las empresas que no emiten valores de oferta pública cuyos ingresos anuales por venta de bienes o prestación de servicios o sus activos totales sean iguales o excedan a 3,000 Unidades Impositivas deben presentar a la Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante, SMV) sus Estados Financieros Auditados por sociedades de auditoría, conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF) vigentes internacionalmente. Para las sociedades emisoras de valores de oferta pública la aplicación de las NIIF es también obligatoria de acuerdo con lo previsto en el artículo 30 de la Ley del Mercado de Valores

(en adelante, LMV).

Por otro lado, en cuanto a la presentación de información continua por parte de las compañías con valores de oferta pública, es importante resaltar que el reciente Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada aprobado por la SMV⁽⁴¹⁾, considera como hechos de importancia a las “transacciones, préstamos y otorgamiento de garantías significativas, entre el emisor con empresas de su grupo económico, y/o con miembros de los órganos de su administración o accionistas”. Naturalmente, por tratarse de la revelación de un hecho de importancia, la obligación de revelar existirá siempre que la transacción cumpla con el presupuesto de materialidad. En caso que ello sea así, la transacción deberá informarse “tan pronto como el hecho ocurra”, conforme lo exige el artículo 9 del referido reglamento.

4.2. Reglas de procedimientos

En cuanto a las reglas y procedimientos aplicables a la aprobación de transacciones entre partes relacionadas, la legislación societaria peruana, contenida en la Ley General de Sociedades y aplicable a todas las sociedades anónimas, establece ciertos mecanismos de procedimiento sobre el tema en la sección referida a los deberes fiduciarios de los integrantes del directorio. Existen también normas de procedimiento aplicables únicamente a las sociedades emisoras de valores de oferta pública.

4.2.1. La Ley General de Sociedades

En primer lugar, la Ley General de Sociedades establece una regla de mayoría calificada para la celebración de ciertos contratos entre la sociedad y los integrantes del directorio, los integrantes del directorio de empresas

(41) Resolución No. 005-2014-SMV/01.



Jose Antonio Payet Puccio

vinculadas a la sociedad o los parientes de ambos. En este sentido, el primer párrafo artículo 179 señala lo siguiente:

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

La limitación se aplica también, a tenor del tercer párrafo del artículo 179, a transacciones de la sociedad con directores de empresas vinculadas y con los cónyuges, descendientes, ascendientes y parientes dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los directores de la sociedad y de los directores de las empresas vinculadas. Sin embargo, la norma no se aplica a transacciones entre las sociedades que tienen directores comunes ni a sociedades vinculadas en general. La restricción es sólo aplicable a las transacciones entre la sociedad y determinadas personas naturales.

La norma no establece cuál es el concepto de vinculación aplicable, por lo que pensamos que este vacío debe salvarse aplicando las disposiciones del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos aprobado por Resolución CONASEV No. 90-2005-EF/94.10. Nótese que esta definición no requiere la existencia de control común entre dos personas para que exista vinculación, bastando, entre otros supuestos, una participación accionaria que permita elegir a uno de los integrantes del directorio. El concepto es diferente y más amplio que el de “sociedad controlada” que utiliza el artículo 105 de la Ley General de Sociedades al regular el supuesto de control indirecto de acciones.

La limitación del artículo 197 se aplica en general para cualquier contrato entre una sociedad y los directores de la sociedad y de sociedades vinculadas a éstas o sus parientes, con una sola excepción: operaciones que la sociedad realiza normalmente con terceros, celebradas en condiciones de mercado. Hay pues dos requisitos para que una operación caiga dentro de la excepción y no se encuentre comprendida en la norma: primero, que sea una operación del tipo de las que la sociedad realiza normalmente con terceros. Ello comprende las operaciones que constituyen el giro propio de la sociedad (por ejemplo, en el caso

de un banco, conceder préstamos), así como operaciones que no constituyen en sentido estricto el giro propio de la sociedad, pero que la sociedad realiza normalmente con terceros (por ejemplo, en el caso del banco, el arrendamiento de un local para ser utilizado como agencia). El segundo requisito es que la transacción se realice en condiciones de mercado. Por éstas debe entenderse las condiciones que prevalecerían en una transacción entre dos partes no relacionadas (*arms length*).

No se trata en rigor de una prohibición sino de una regla de mayoría calificada pues el mismo artículo 179 señala que “los contratos, créditos, préstamos o garantías que no reúnan los requisitos del párrafo anterior podrán ser celebrados u otorgados con el acuerdo previo del directorio, tomado con el voto de al menos dos tercios de sus miembros”. Se trata, pues, en rigor, de una regla de procedimiento, que establece una mayoría calificada de dos tercios de los integrantes del directorio para la aprobación de estas operaciones. Nótese que la Ley General de Sociedades no prevé salvar la situación de vinculación mediante la aprobación de la transacción por la junta general de accionistas, como hubiera sido lógico, sino que exige la aprobación por el directorio con mayoría calificada.

Adicionalmente, la Ley General de Sociedades establece un deber de abstención a cargo de los directores, gerentes y accionistas conflictuados. Así, el segundo párrafo del artículo 180 señala que “el director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho asunto”. Esta norma es aplicable al gerente a tenor del artículo 189 de la Ley General de Sociedades.

Por otro lado, en cuanto a la junta general de accionistas, el artículo 133 de la Ley General de Sociedades establece que:

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

“(E)l derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de terceros, interés en conflicto con el de la sociedad. En este caso, las acciones respecto de las cuales no puede ejercitarse el derecho de voto son computables para establecer el quórum de la junta general e incomputables para establecer las mayorías de las votaciones”.

La regla de abstención de un director sujeto a conflicto de intereses en la aprobación de una operación en la que tiene interés resulta bastante lógica, en la medida que el director tiene la naturaleza de un fiduciario, cuyos deberes en cuanto son exclusivamente proteger los intereses de la sociedad a la que sirve y de sus accionistas. Esta situación es diferente a la de un accionista, debido a su carácter de propietario de títulos representativos del capital que le atribuyen un interés económico directo en los resultados de la sociedad. Si bien puede sostenerse que en los casos de sociedades con un accionista de control y con accionistas minoritarios el primero es una suerte de agente de los segundos por efecto de la aplicación del principio de decisión por mayoría, el hecho es que el accionista como tal siempre tiene un interés propio y directo en la sociedad, a diferencia del director que, en lugar de un interés propio, tiene un deber de velar por intereses ajenos, que son los de la sociedad y todos sus accionistas.

La diferencia en la naturaleza de las cosas justifica sin duda una diferencia de tratamiento legislativo. Sin embargo, la Ley General de Sociedades no es lo suficientemente precisa en cuanto a la distinción, pues aparentemente ella gira simplemente en base a la diferencia entre el concepto de “interés en conflicto”, aplicable a la junta general de accionistas, y el concepto de “interés en contrario”, aplicable al directorio.

A este respecto, vale la pena citar a Elías Laroza, quien señala:

“Si bien existen al respecto muchas opiniones, no es fácil establecer una definición precisa que permita interpretar los casos concretos que se presentan. Por ello, muchas legislaciones guardan silencio, otras lo dejan a criterio de la doctrina o de la jurisprudencia y otras, como la nuestra, establecen el principio sin definirlo (...).

Alberto Víctor Verón, comentarista de la nueva Ley argentina, en opinión que compartimos, trata de analizar el concepto de conflicto de intereses, llegando a la conclusión que muchas veces es obvio el antagonismo entre el interés de la sociedad y del socio o su representante. Otras, en cambio, el conflicto se encuentra ‘desdibujado y encubierto’. Sin embargo, el interés en contrario se presenta, en su opinión, sólo si el accionista vota por su interés en perjuicio del interés social y excluyendo los casos en que el interés social sea diferente al de un grupo de empresas al que pertenece la sociedad.

Nuestra Ley, en el artículo bajo comentario (se refiere al artículo 133), utiliza la expresión de interés en conflicto que, en nuestra opinión, es más clara y explícita que la de interés en contrario. Lo segundo tiene una connotación menos grave que lo primero. Es necesario que haya verdadero conflicto entre las dos partes y no simplemente una leve contraposición, como en los casos de ausencia de perjuicio para la sociedad o de nombramiento de administradores o el hecho de que el accionista vote por sí mismo para un cargo societario. Estos últimos, evidentemente, no están comprendidos en la prohibición⁽⁴²⁾.

Más adelante, al comentar el artículo 180 de la Ley General de Sociedades, Elías añade:

“En nuestro comentario al artículo 133 hemos destacado que el interés contrario tiene una connotación menos grave que la del conflicto de intereses. En consecuencia, aún en casos más leves de simple interés en contrario, en cualquiera de sus formas, la Ley obliga al director a comunicarlo a la

(42) ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Lima: Normas Legales; p. 294.



Jose Antonio Payet Puccio

sociedad y abstenerse de intervenir en las deliberaciones y votaciones⁽⁴³⁾.

Como se ve de los comentarios de un destacado miembro de la Comisión Redactora de la Ley General de Sociedades, el doctor Enrique Elías Laroza, si bien parece existir una diferencia de grado entre el interés en conflicto y el interés en contrario, ni ello se deriva del texto mismo de la norma, ni está claro en dónde reside la diferencia entre ambos conceptos. En tal sentido, parecería conveniente definir en forma clara la causal de abstención de los integrantes del directorio de una sociedad anónima en transacciones con partes relacionadas en base a criterios más precisos, como los que se emplean en otras jurisdicciones. Traemos a colación, por ejemplo, la definición utilizada en la *Model Business Corporations Act* de los Estados Unidos, conforme a la cual se considera que un director desinteresado es aquél que no tiene “una relación familiar, financiera, profesional, laboral u otra relación que razonablemente podría esperarse que afecte negativamente la objetividad del juicio del director al participar en la acción a ser tomada”⁽⁴⁴⁾.

4.2.2. Normas especiales para emisores de valores por oferta pública

En julio de 2011, se modificó la LMV para establecer ciertos mecanismos y procedimientos adicionales para la aprobación de transacciones entre partes relacionadas en el caso de emisores de valores vía oferta pública. Así, el inciso c) del artículo 51 de la LMV, establece lo siguiente:

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

En las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control

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

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

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

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

Esta disposición es análoga a las normas de procedimiento para transacciones con partes relacionadas que se han establecido en otras jurisdicciones, como Italia, Canadá o Chile. La disposición, como se ha visto, es aplicable a

(43) *Ídem.*; p. 377.

(44) Véase: HILL, Claire y Brett MCDONNELL. *Sanitizing Interested Transactions*. En: *Delaware Journal of Corporate Law*. Volumen 36; p. 912.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

las sociedades cuyos valores se negocian por oferta pública. No se limita a sociedades cuyas acciones se negocian en el mercado de valores, sino que comprende también a las compañías que sólo tienen valores de renta fija en el mercado público.

A diferencia de los artículos 133 y 180 de la Ley General de Sociedades que se basan en los conceptos de conflicto de intereses, la Ley 27920 utiliza el concepto más objetivo de vinculación (aunque sin definirlo, conforme se explica más adelante). La norma se aplica a transacciones de la sociedad emisora "con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad". La redacción es sin duda imperfecta y lo que seguramente el legislador quiso decir es que el ámbito de aplicación de la norma comprende transacciones de la sociedad emisora con *sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad* y con personas relacionadas a éstos. En caso contrario se caería en el absurdo de que la norma no sea aplicable a una transacción entre la sociedad y un miembro de su directorio, pero sí a una transacción entre la sociedad emisora y el hermano del integrante de su directorio.

De otro lado, es importante notar la amplitud del ámbito de aplicación de la norma en cuanto a lo que se considera vinculación. En efecto, nótese que la disposición no sólo afecta la celebración de operaciones con sus administradores o su accionista de control o personas vinculadas a éstos, sino que se aplica también a accionistas que representen 10% o más del capital social (o personas vinculadas a ellos), independientemente de que tales accionistas tengan o no una influencia significativa en la sociedad. La referencia a la noción de vinculación puede extender la aplicación de la norma mucho más de lo que sería razonable, sobre todo en caso de aplicarse los criterios de vinculación previstos en el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos aprobado por Resolución CONASEV No. 90-2005-EF/94.10. Estos, por ejemplo, consideran que una persona jurídica está vinculada con otra en caso de tener una participación accionaria que le permita tener presencia en su directorio. De aplicarse este concepto de vinculación, la norma sería aplicable no sólo a una transacción entre una sociedad emisora y un accionista con participación igual al 10%, sino también a transacciones entre la entidad emisora

y cualquier empresa en la que el referido accionista tenga la capacidad de designar un director. Es importante notar que, salvo que la SMV establezca reglamentariamente un concepto distinto de vinculación para efectos de esta norma, la definición aplicable será la contenida en el referido Reglamento de Propiedad Indirecta.

El artículo 51 inciso c) de la LMV se aplica a las transacciones de la sociedad emisora con una persona relacionada en los términos antes indicados, "que involucren al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad". Nuevamente la redacción no es la más feliz, y ello afecta el entendimiento de la norma. Parecería sensato concluir que aunque la norma habla de "cinco por ciento de los activos" a lo que se refiere es a activos que representen al menos cinco por ciento del valor del activo total de la sociedad. Pero lo que no resulta tan claro es si al señalar que es requisito que la transacción "involucre" a los activos de la sociedad, ello implica que la norma es sólo aplicable a transacciones que afectan los activos de la sociedad, como sería su enajenación, gravamen o adquisición, y no a transacciones que únicamente afectan a los ingresos o egresos de la sociedad o a sus acciones. Si este fuera el sentido de la norma, habría que concluir que la misma sólo cubre el fenómeno que Atanasov denomina *asset tunneling* y que no cubre ni el *cash flow tunneling* ni el *equity tunneling* a los que nos hemos referido anteriormente.

Sea como fuere, el hecho es que, en las transacciones con partes relacionadas cubiertas por el primer párrafo de la norma, la transacción debe ser aprobada previamente por el directorio, sin la participación del director que tenga vinculación. A diferencia del artículo 180 de la Ley General de Sociedades, que ordena la abstención del director que tiene "interés en contrario" al de la sociedad, en



Jose Antonio Payet Puccio

este caso basta la vinculación, que es un criterio más objetivo y posiblemente más amplio. Naturalmente, la vinculación que interesa es la que tenga el director con la contraparte en la transacción de la que se trate. En tal caso, el requisito procedimental que ordena la norma es la aprobación por el directorio sin la participación del director que tenga vinculación. Ello implica que el director no podrá participar en la deliberación y en la votación del asunto.

La disposición no dice qué sucede en aquellas situaciones en las que más de la mitad de los directores de la sociedad emisora se encuentran vinculados a la contraparte. El artículo 51 inciso c) no da una solución a este caso, como tampoco la ofrece expresamente la Ley General de Sociedades en el artículo 180. Sin embargo, considero que, en general, en el caso de directores que se deben abstener por razón de interés en contrario o de vinculación se debe aplicar por analogía la regla establecida en el segundo párrafo del artículo 133 de la Ley General de Sociedades, que establece que en la situación de impedimento para votar del accionista por interés en conflicto, las acciones del accionista impedido se cuentan para el quórum de la junta pero no para las mayorías. En otras palabras, los directores impedidos se considerarán para establecer el quórum de la sesión, pero no para el cómputo de la mayoría necesaria para la adopción del acuerdo. Dicha mayoría se calculará considerando como universo sólo a los directores no impedidos. No obstante, incluso esta opción no soluciona la situación existente en los casos en los que todos los integrantes del directorio de la sociedad emisora se encuentren vinculados a la contraparte. Sin duda el artículo 51 inciso c) de la LMV debió contemplar la posibilidad de que la transacción sea sometida a la junta general de accionistas para superar este tipo de inconvenientes.

La disposición establece un requisito adicional para aquellas transacciones “en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza el control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación”⁽⁴⁵⁾. En estos casos, sin duda, el grado de influencia de la contraparte o su controlador sobre la sociedad es mucho mayor. En ellos, además de la aprobación por directores desinteresados, se requiere “la

revisión de los términos de la transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora”. Se trata, pues, de la exigencia de un *fairness opinion*, mediante el cual una entidad independiente revisa los términos de la transacción. Si bien la norma no lo dice, seguramente quiso implicar que la opinión de la entidad externa debe ser que los términos de la transacción son justos y equitativos. La norma añade que “la entidad que revise la transacción no debe estar vinculada a las partes involucradas en ella ni a los directores, gerentes o accionistas titulares de cuando menos el diez por ciento del capital social de dichas personas jurídicas”. Nótese que en este aspecto la norma exige independencia de la entidad emisora del informe respecto de las dos partes de la transacción, es decir de la sociedad emisora y de la contraparte.

Es necesario observar que la norma aludida sobrepone el requisito de una opinión de valor (*fairness opinion*) a la aprobación por parte de directores desinteresados, en el caso de transacciones con una sociedad sujeta al mismo controlador que la sociedad emisora. Esta dualidad de requisitos no parecería necesaria, en tanto la aprobación por directores desinteresados en sí misma debería ser suficiente garantía de que la transacción se hace en términos de mercado. La opinión de valor de un tercero, en cambio, tendría mayor sentido como un mecanismo para dispensar el deber de abstención en una situación en la que se permita que los directores que adoptan la decisión mantengan relación con la contraparte siempre que se acredite con la opinión del tercero que los términos de la transacción son justos y equitativos. Sin embargo, al parecer el legislador consideró que en el caso de transacciones entre sociedades que están

(45) Nuevamente la redacción de la norma es imperfecta, pues su texto literal no cubriría una transacción entre la sociedad y su matriz.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

sujetas al mismo control, se requiere de las dos medidas de prevención, aprobación por directores desinteresados y *fairness opinion*.

La ley señala que la definición de los conceptos de vinculación y control para efectos de su aplicación sería hecha por la SMV, entidad que hasta la fecha no ha expedido ninguna norma al respecto para efectos específicamente del artículo 51 inciso c) de la LMV. Por ello, consideramos que, en tanto la SMV no emita una reglamentación conteniendo definiciones específicas de vinculación y de control para efectos del artículo 51 inciso c), será aplicable la definición de vinculación contenida en el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos aprobado por Resolución CONASEV No. 90-2005-EF/94.10. Esta definición no requiere la existencia de control común entre dos personas para que exista vinculación, bastando, entre otros supuestos, una participación accionaria que permita elegir a uno de los integrantes del directorio.

Aunque sin duda es perfectible, la modificación del artículo 51 inciso c) de la LMV en materia de transacciones entre partes relacionadas es un avance importante en materia de transparencia. A mi criterio la norma es muy amplia en cuanto cubre no sólo las transacciones con entidades vinculadas a la administración o al controlador de la sociedad, sino incluso a las entidades vinculadas a accionistas con participaciones de 10% o más. Asimismo, es imprecisa en la referencia a las transacciones cubiertas pues la mención a transacciones “que involucren al menos el cinco por ciento de los activos” parece dejar fuera del ámbito de aplicación de la disposición a transacciones que pueden desviar flujos de efectivo a partes relacionadas por mecanismos diferentes a transacciones con activos. Hubiera sido mejor incluir también los contratos que afectasen los ingresos o gastos en al menos un determinado porcentaje.

Pienso también que la norma incurrió en imprecisiones inconvenientes e innecesarias al momento de definir el concepto de parte relacionada. Hubiera sido mucho mejor, más simple y más preciso, recurrir a la definición contenida en la NIC 24, de modo que la norma recoja además una definición estándar a nivel internacional. Finalmente, la disposición debió permitir someter la aprobación de una transacción a la junta general en los casos en que ella no fuere aprobada en el directorio. Esperemos que la SMV, al reglamentar

los conceptos de vinculación y control, de la participación de la entidad externa, “y los demás aspectos del presente artículo” conforme se lo ha encargado la norma, contribuya a solucionar estas imprecisiones y problemas, en la medida en que lo permita el uso de la potestad reglamentaria.

4.3. Estándares sustantivos

La legislación societaria peruana establece determinados estándares sustantivos aplicables las transacciones entre partes relacionadas. Estos estándares están referidos a los términos mismos de la operación, buscando filtrar aquellas transacciones beneficiosas para la compañía de aquellas que son perjudiciales o lesivas para ella. Por su carácter de estándares, se trata de normas con un contenido de alguna manera indeterminado, cuyo control deberá realizarse *ex post* por parte de las autoridades jurisdiccionales, en casos en los que se haya cuestionado la decisión por vulnerar el estándar legalmente establecido.

Para las transacciones aprobadas por el directorio, el estándar está establecido en la primera parte del artículo 180 de la Ley General de Sociedades, cuando señala que “los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados”. La prohibición es parte del deber de lealtad que corresponde a los integrantes del directorio. Lo interesante de la norma, sin embargo, es la referencia al contenido de los acuerdos, en el sentido que, independientemente de los deberes de abstención que pesan sobre los directores en caso de conflicto, los directores no deben adoptar “acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados”.

A mi criterio, un acuerdo que no cautela el interés social sino los intereses de un director o de una persona vinculada a éste es una



Jose Antonio Payet Puccio

transacción cuyos términos desfavorecen a la sociedad en beneficio del director o la persona vinculada a éste. Se trata, pues, de una operación concertada en términos que no son justos y equitativos para la sociedad y que favorecen deslealmente al director o a la persona relacionada a él. En otras palabras, la violación del precepto no se dará, en cuanto a este aspecto, por el mero hecho de la concertación de una operación con un director o una persona vinculada a éste (situación que podría implicar transgresión del artículo 179 o del segundo párrafo del artículo 180), sino por el hecho de que los términos de la operación favorecen al director o tercero vinculado a él en detrimento de la sociedad. Se trata, como dice Elías Laroza, de la situación en la cual “el director trate de lograr beneficios para sí o para terceros relacionados en detrimento del interés social”⁽⁴⁶⁾. La infracción está en el favorecimiento al director o la parte vinculada a costa del interés de la sociedad, para cuya determinación se requiere de un análisis de los términos de la operación.

Por otro lado, en cuanto a la junta general de accionistas, el estándar sustantivo se encuentra en el artículo 139, que establece que son impugnables, entre otros, “los acuerdos de la junta general cuyo contenido (...) lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad”. En forma similar al caso del directorio comentado anteriormente, lo que se sancionan son los acuerdos cuyos términos son desfavorables para la sociedad en beneficio de uno o varios accionistas. Como lo explica Elías Laroza, los casos a los que se refiere la ley son los típicos que hemos denominado de *tunneling*:

“Son acuerdos que o lesionan o vulneran directamente ninguna disposición legal o estatutaria, pero que entrañan un beneficio en favor de uno o más accionistas, en detrimento de los intereses sociales. Como ejemplo, un caso típico: transferir activos a determinados accionistas (o a empresas vinculadas a los mismos) a precios y condiciones menos favorables que los del mercado”⁽⁴⁷⁾.

Tanto en el caso de la disposición del artículo 180 como en la del artículo 139 que hemos citado, la ilicitud del acuerdo está

basada en una conjunción de dos factores: (i) el desfavorecimiento a la sociedad, en el sentido que la transacción es lesiva o afecta los intereses de ésta; y, (ii) el favorecimiento al interés de una persona relacionada (sea ésta un director, una persona vinculada a éste, o un accionista). Se trata, pues, de operaciones que se celebran en condiciones menos favorables para la sociedad que las que hubieran prevalecido en una transacción entre partes no relacionadas, y que implican transferencia de recursos de la sociedad hacia la contraparte. En ambos casos, sin embargo, hay implícita una vulneración del deber de lealtad, en el sentido que el perjuicio de la sociedad está asociado o relacionado al beneficio de una parte vinculada, sea accionista o director. El estándar establecido en la norma, implica revisar *ex post* los términos de la transacción.

Al hablar de estándares para la revisión de transacciones entre partes relacionadas, no podemos dejar de mencionar, como lo hemos hecho anteriormente, que es necesario incorporar en nuestra legislación societaria, disposiciones para recoger la realidad de los grupos de sociedades y dar cauce a transacciones entre sociedades pertenecientes a un grupo, en el que existen relaciones estables y transacciones recurrentes y en el que la organización del grupo requiere la capacidad de asignar centralmente ingresos, inversiones y oportunidades empresariales⁽⁴⁸⁾.

4.3.1. Incongruencias generadas por la Ley 29720

No podemos concluir esta sección sin referirnos a una estipulación en materia de responsabilidad de los directores por transacciones con partes relacionadas contenida en el artículo 3 de la Ley 29720,

(46) ELÍAS LAROZA, Enrique. *Óp. cit.*; p. 377.

(47) ELÍAS LAROZA, Enrique. *Ídem.*; p. 307.

(48) Véase: PAYET, José Antonio. *Óp. cit.*; pp. 93 y siguientes.

Transacciones entre partes relacionadas *Transactions between related parties*

la misma que constituye un ejemplo de cómo no se debe legislar en materia societaria. La posterior modificación de dicha estipulación no logró corregir el problema legal creado, lo cual prueba la veracidad del aserto en el sentido que dos errores no hacen un acierto.

El primer error estuvo contenido en el texto original del artículo 3 de la Ley 29720, donde se estableció que:

“(A)dicionalmente a las causales de responsabilidad social establecidas en la Ley 26887, Ley General de Sociedades, los directores y gerentes de los emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente por los daños y perjuicios que ocasionen a la sociedad las transacciones en las que hubieren participado, que generen un perjuicio económico o de otra índole al emisor, ambos determinados por el juez competente (...)”.

Esta norma era antitécnica e inconveniente pues aunque hubiese pretendido limitar su ámbito de aplicación a violaciones del deber de lealtad, su deficiente redacción parecía consagrar un supuesto de responsabilidad civil objetiva, algo totalmente contrario a la institución misma de la responsabilidad de los directores.

Por ello la norma fue posteriormente modificada íntegramente por la Ley 30050, publicada el 26 de junio de 2013. El texto vigente de la norma establece que:

“Los directores de los emisores con acciones representativas del capital social inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente ante la sociedad y los accionistas por los daños y perjuicios que causen por adoptar acuerdos que no privilegien el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, respecto de transacciones en las que se presenten las siguientes características: 1. Una de las partes intervinientes es la sociedad con acciones representativas del capital inscritas en las bolsas de valores; 2. El accionista de control de la sociedad señalada en el inciso precedente ejerce además el control de la persona jurídica que participa como contraparte en una determinada transacción; y 3. La transacción no se ajusta a precios, condiciones o términos que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación e involucra al menos el diez por ciento (10%)

de los activos de la sociedad emisora (...). Corresponde al juez determinar los daños y perjuicios, sin que sea necesario determinar la existencia de culpa o dolo en la actuación de los directores”.

La norma ahora simplemente carece de sentido orgánico y parece vacía de contenido. En efecto, la disposición establece que los directores de sociedades emisoras de acciones de capital inscritas en bolsa “son responsables civilmente ante la sociedad y los accionistas por los daños y perjuicios que causen por adoptar acuerdos que no privilegien el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados” siempre que concurren determinadas circunstancias adicionales señaladas taxativamente en la norma (por ejemplo, que la transacción involucre al menos el 10% de los activos de la sociedad). Sin embargo, el legislador parece no haber advertido que la Ley General de Sociedades ya establecía en su artículo 180, aplicable a todas las sociedades anónimas, incluyendo por cierto a las que tienen acciones inscritas en bolsa, que “los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados” y que el director que contravenga dicha disposición “es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad”. Este mandato y esta causal de responsabilidad no están asociados a la concurrencia necesaria de otras circunstancias. Ahora el artículo 3 de la Ley 29720, tal como quedó modificado, parece establecer, para un subconjunto de sociedades anónimas, las listadas, una regla de responsabilidad menos exigente que la prevista con carácter general para todas las sociedades anónimas en el artículo 180 de la Ley General de Sociedades, ya que para que se gatille la responsabilidad bajo el artículo 3 de la Ley 29720 modificado se necesita además que se cumplan todas las condiciones adicionales previstas en dicho artículo.



Jose Antonio Payet Puccio

Evidentemente, esto sería un absurdo, pues carecería por completo de fundamento establecer un régimen de responsabilidad más laxo para las sociedades emisoras de acciones que se negocian por oferta pública que para los de las demás sociedades.

Un lego en Derecho Societario podría pensar que la innovación jurídica contenida en el artículo 3 de la Ley 29720 modificado ha sido el incluir la referencia a que para establecer la responsabilidad de los directores en el supuesto que ella establece no es “necesario determinar la existencia de culpa o dolo en la actuación de los directores”. Sin embargo, si uno cae en la cuenta de que lo que la norma sanciona es una infracción al deber de lealtad (adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino los intereses propios del director o los de terceros relacionados) no cabe sino concluir que el dolo es parte necesaria de la configuración misma de la infracción. En resumen, no se entiende para qué se modificó el artículo 3 de la Ley 29720 en lugar de simplemente derogarlo.

5. A modo de conclusión

Las transacciones de una sociedad con personas vinculadas a ella o a sus directores o accionistas son parte de la conducción ordinaria de los negocios y presentan eficiencias de diverso tipo desde el punto de vista empresarial. Sin embargo, los conflictos de interés que generan, y los graves problemas de agencia que originan, obligan a un tratamiento orgánico y riguroso a nivel jurídico. Para ello, el Derecho contempla un conjunto de mecanismos que deben funcionar de manera coordinada y armónica para permitir las transacciones con partes relacionadas beneficiosas y evitar aquellas que implican una transferencia indebida de recursos de la sociedad a terceros vinculados. Estos mecanismos incluyen reglas de información, normas sobre mecanismos y

procesos de aprobación, así como estándares sustantivos que permitan la revisión *ex post* de los términos de la operación.

En el Derecho peruano las transacciones entre partes relacionadas se regulan principalmente desde el punto de vista societario en la Ley General de Sociedades y en la LMV. A nivel de reglas de información, la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad por parte de las sociedades peruanas, hace obligatoria la revelación de las transacciones con partes relacionadas en sus estados financieros en los términos de la NIC 24. Para las sociedades emisoras de valores de oferta pública, es obligatoria además la revelación inmediata de las transacciones con partes relacionadas que cumplan con el presupuesto de materialidad, de acuerdo con las normas sobre hechos de importancia.

En cuanto a reglas sobre mecanismos y procedimientos de aprobación, la Ley General de Sociedades establece reglas de abstención para directores y accionistas en caso de intereses en contrario o de conflicto de interés. Sin embargo, la ley adolece de una definición precisa de situaciones que deben determinar un deber de abstención de los directores por razón de vinculación con la contraparte. La Ley 29720 estableció también ciertos procedimientos y requisitos adicionales para la aprobación de transacciones con partes relacionadas en sociedades emisoras de valores de oferta pública. En este aspecto, la ley representa un avance importante, aunque tiene imprecisiones y defectos que dificultan su aplicación.

Con respecto a estándares sustantivos, la Ley General de Sociedades sanciona las transacciones que son lesivas para la sociedad en beneficio de una parte relacionada, tanto a nivel de directorio como de la junta general de accionistas. Ello implica un análisis *ex post* de los términos de la transacción. Estas normas debieran ser complementadas con disposiciones que establezcan los estándares aplicables en el caso de transacciones entre partes relacionadas que forman parte de un grupo de sociedades. Finalmente, las normas sobre responsabilidad de los directores contenidas en el artículo 3 de la Ley 29720, luego modificado por la Ley 30050, no han contribuido a mejorar el marco normativo de las operaciones entre partes relacionadas, pues son antitécnicas e incongruentes, y deberían ser derogadas. ⁽¹⁸⁾