

# *Discusiones entorno al proyecto del Código de Buen Gobierno Corporativo, y sus repercusiones en la empresa nacional<sup>(1)</sup>.*

*El concepto de Buen Gobierno Corporativo representa un tema de actualidad en la coyuntura jurídica nacional. En ese sentido, la Asociación Civil Derecho & Sociedad, consciente de que éste sustentará las bases económicas de nuestra realidad empresarial, sometimos el Proyecto de Código del Buen Gobierno Corporativo a un intercambio de opiniones con expertos profesionales del medio societario, respecto de los puntos más resaltantes del mismo.*

1. **Comenzando con la determinación del concepto de Buen Gobierno Corporativo, lo que podemos apreciar en el proyecto del Código es que todavía en la doctrina no se ha concretizado el concepto, hay varias perspectivas y concepciones.**

**Dr. Córdova:** Lo que puedo aportar a la doctrina es la aplicación práctica, y a partir de esta pequeña introducción tratar de llegar a un concepto. Creo que el Buen Gobierno Corporativo se ubica en el desarrollo del Capitalismo mismo, es decir, que hay un proceso de desarrollo a nivel empresarial que va desde la lógica de las empresas familiares, hasta las grandes corporaciones multinacionales. En ese proceso surgen una serie de problemas; una serie de puntos relacionados con el manejo de las compañías. Digamos, una compañía familiar es una compañía que se maneja mezclando finanzas personales con finanzas institucionales o empresariales; y una compañía ya desarrollada, que podemos llamar Corporativa, es una compañía en la cual existe cierto

orden y ciertas reglas de juego, mezcladas las finanzas personales y las finanzas de la institución.

Creo que el origen va allí, en el cuestionamiento de la manera de manejar las empresas conforme se va desarrollando la Economía de Mercado en la sociedades. Entonces, yo siempre distingo dos tipos de problemática en lo que es Gobierno Corporativo. Uno es el de las empresas familiares que se transforman en corporativas, entonces hay una serie de temas que se plantean ahí, los directores que van a ser de la familia o no van a ser de la familia, el gerente es de la familia o no, etc. El otro gran nivel es cuando tenemos empresas de accionariado distinguido, donde tenemos accionistas minoritarios que no tienen presencia, que ni siquiera asisten a la Junta General de accionistas, sino que intervienen en valores, en títulos del capital de estas empresas con un objetivo de ahorro, inversión, para cobrar dividendos, o para esperar el incremento del valor o capital de la compañía y ganar más de lo que podría ganar con un depósito en un banco.

---

(1) La elaboración y dirección de esta Mesa Redonda estuvieron a cargo de la Srta. Claudia Núñez del Arco Saavedra y el Sr. Luis Felipe Chafloque Ramírez, y contó con la colaboración de la Srta. Magaly Cervantes Negreiros. Agradecemos la participación del Eco. Daniel Córdova, del Dr. Daniel Silva y del Dr. Juan Luis Hernández Gazzo, quienes gentilmente accedieron a nuestra invitación.

A ese nivel ya el tema del Buen Gobierno Corporativo se sitúa sobre todo al nivel de los derechos de los accionistas minoritarios, los derechos de los accionistas o de los interesados que no tiene una presencia en el manejo de la compañía, es una problemática mas o menos de una aplicación diferente sobre un mismo concepto y creo que allí es el origen. El concepto está relacionado con las prácticas de quienes tienen a su cargo el manejo administrativo de las compañías, para maximizar el valor de todos los accionistas por igual, de acuerdo a su participación en el capital.

**Dr. Silva:** Hay una definición de la OECD sobre Gobierno Corporativo que dice que: Es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. Todo Gobierno Corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades de los diferentes participantes de la Sociedad, tales como el director, los accionistas, proveedores y otros agentes económicos que mantengan un interés. Complementando esta definición, Andrei Shleifer y Robert Vishny indican que el gobierno corporativo trata sobre los modos por medio de los cuales los que otorgan financiamiento a las empresas se aseguran de obtener el retorno de sus inversiones; es decir cómo hacen los inversionistas, ya sean accionistas o tenedores de bonos, para recuperar su dinero. Ése es el fondo del tema de las discusiones relativas al buen gobierno corporativo: cuáles son los mecanismos que permiten a los inversionistas recuperar su dinero. Luego de que una empresa se ha financiado a través de capital o a través de deuda, digamos, ¿qué garantiza al inversionista que va a recuperar algo de su dinero?. Digamos que los mecanismos del Gobierno Corporativo dan justamente ese marco de confianza para que el inversionista esté protegido ya sea a través de normas explícitas, llámese Ley General de Sociedades, Ley del Mercado de Valores, Códigos, y todas las normas típicas, o ya sea a través de normas éticas, por ejemplo, similares a los Principios de Buen Gobierno Corporativo de la sociedades peruanas que se acaban de aprobar. El tema del Buen Gobierno Corporativo es relevante en la medida que hay gente que involucrada en la administración de la empresa, "insiders", y gente que ha invertido en la empresa pero que no está presente en su manejo cotidiano. Entonces, cómo hacen esas personas que han invertido su dinero y que no tienen ningún manejo del día a día en la empresa, ¿Qué confianza tienen? De aquí la importancia de temas como las reglas referidas a las Juntas de accionistas, la revelación de información para los inversionistas, la presencia de profesionales independientes en el directorio, la conformación de comités de auditoría, los derechos de impugnación de acuerdos, etc. que contribuyen a generar confianza en el público inversionista.

**Dr. J.L.Hernández:** En la misma línea, el origen está desde el momento en el cual los que son los accionistas no son lo mismos que administran. O en todo caso, poniéndolo de otra manera, el origen está desde el momento en el cual los que administran no necesariamente representan o tienen la misma comunión de ideas que todos los accionistas. Creo que ése es el origen. Entonces, desde esta óptica, a lo que apuntan las normas del Buen Gobierno Corporativo es justamente a que esos administradores mediante un manejo transparente y adecuado, en términos técnicos, y trasladando adecuada información al mercado, apunten a generar el mayor valor posible de la empresa. Por tanto, generar el mayor valor para todos los propietarios, para todos los accionistas, sean éstos mayoritarios o minoritarios, o eventualmente tengan una participación accionaria con voto o sin voto.

En cuanto al concepto de Gobierno Corporativo, de alguna manera son el conjunto de reglas que apuntan a que la administración maneje de manera adecuada, en términos técnicos y de transparencia de información, la empresa tendiendo a generar un mayor valor. Ahora bien, dentro del Gobierno Corporativo debiésemos diferenciar dos cosas: i) las normas legales de Gobierno Corporativo, y ii) las reglas de conducta de carácter voluntario o recomendaciones. En relación con las primeras, tenemos la Ley General de Sociedades, normas en la legislación de Mercado de Valores, normas dispersas en el Código Civil, etc. Respecto de las segundas, éstas son recogidas en los denominados Códigos de Buen Gobierno Corporativo, que no siendo normas jurídicas apuntan de alguna manera a sugerir determinadas conductas, sin ser una mera repetición de las normas legales y apuntando recomendar la realización de conductas más allá de las exigencias mínimas de la legislación, sobre la base de su carácter voluntario.

**2. Nuestro segundo tema es la Protección del accionista minoritario en la doctrina del Buen Gobierno Corporativo. En una sociedad apreciamos la existencia de accionistas mayoritarios con porcentajes del 30%, 40% o 50%; pero también hay otros accionistas con una representación menor en el capital de la empresa. Así, generalmente, en una empresa el accionista minoritario es visto de una manera poco más relegada, y a pesar de tener ese porcentaje y de ser considerado un socio, en muchas ocasiones resulta desprotegido.**

**Dr. Córdova:** Creo que de acuerdo a ley tienen todos los accionistas los mismos derechos. La ley y el Reglamento están elaborados en principio para asegurarles eso. Pero creo que el asunto va un poco más atrás, pues

el gran tema conceptual detrás de éste trato de los accionistas minoritarios es qué cosa es lo que busca el administrador de la empresa o el cuerpo administrativo de la empresa, que es el Directorio o el Gerente General. Creo que existe una suerte de dicotomía de dos extremos en la conceptualización de la que se quiere de la compañía. Una compañía que busca incrementar su valor como empresa, que es la correcta digamos, una compañía que privilegia ante todo los intereses de los accionistas y de todos por igual. Pero existen muchas empresas que tratan de manera un poco relegada el tema del Directorio lo cual es sumamente grave si es una empresa que cotiza en bolsa. En la bolsa se supone que debe ser más estricto el velar por el respeto a los accionistas minoritarios. En ese caso muchas veces lo que sucede es que los accionistas que están incluidos en la administración de la compañía están pensando más en su papel de administradores y en su beneficio como administradores y en las gollerías que obtienen por estar sentado en el escritorio de la compañía. Entonces, utilizan recursos de la empresa para beneficiarse ellos en tanto personas no tanto que accionistas y el valor de la acción le interesa poco, digamos es un poco el botín de la administración. Esos casos son típicos en América Latina, en el Perú, en el mundo, en todos lados, que es quienes están manejando la empresa siempre están atentando directa o indirectamente contra los intereses de los accionistas minoritarios porque están buscando, extrayendo recursos, confiscando recursos de la compañía por su influencia en la administración. Entonces, creo desde el punto de vista empresarial es un gran error porque te quita valor como accionista.

**Dr. Silva:** La protección del accionista minoritario es vital para la empresa que quiere crecer en nuestro país. La mayor parte de las empresas peruanas son medianas o pequeñas. Son muy pocas las empresas que pueden catalogarse como grandes. Estas son alrededor de 200 a 250 empresas. Todo el resto de empresas son básicamente medianas y pequeñas con niveles de capitalización reducidos. Digamos que el tema de protección al accionista minoritario es vital para que esas empresas puedan crecer. Nadie va a pagar un sol en acciones que empresas medianas puedan emitir si es que no se cuenta con una política de un Buen Gobierno Corporativo. Es decir, estados financieros debidamente preparados y difundidos, directores profesionales que administren la empresa buscando el interés de la sociedad, mecanismos de control adecuado, etc. Ese tema se traduce también en un menor costo de financiamiento ya sea a nivel de emisión de bonos o emisión de acciones. Que una empresa cuente con una política de protección al accionista minoritario o en general de sus inversionistas va a generar que su costo de financiamiento sea mucho menor. ¿Qué hacer o cuáles son las mediadas que puede to-

mar la empresa para proteger a su accionista minoritario? Básicamente mejorar la difusión de su información, hacer respetar los derechos de los inversionistas, contar con directores independientes, evitar conflictos de interés, o en todo caso, cuando los haya revelarlos, tener auditorías independientes. Finalmente, como lo señalaba, todo este esfuerzo se va a traducir en costos de financiamiento más favorables.

**Dr. J.L. Hernández:** Sobre la idea de normas concerniente a la protección al accionista minoritario hay un marco y gran número de normas en nuestra legislación. El tema del Buen Gobierno Corporativo entendiéndolo como aquellas normas de Gobierno Corporativo voluntarias, no las que están en el ordenamiento jurídico, parten del reconocimiento fáctico de que a veces sin incumplir normas legales que protejan a los accionistas minoritarios, el grupo controlador por medio de los administradores puede "legalmente", desviar ciertos recursos afectando la inversión del minoritario. El punto es convencer y trasladar el mensaje que eso al final del día va ir en contra de la propia sociedad y de la propia inversión de los accionistas mayoritarios, y es en esa línea, justamente que surge todo este tema de Buen Gobierno Corporativo y éstas normas voluntarias. Es decir, surgen del convencimiento de decir no hagas esto por caridad, sino haz esto porque va a resultar más eficiente que lo hagas. Puede no bastar el cumplimiento mínimo de las normas sino adicionalmente puede ser necesario darle un valor agregado a tu empresa en cuanto al manejo transparente, que apunte a generar siempre un mayor valor para la empresa, y por lo tanto para todos de manera pareja. Entonces, la idea a "vender" es que esa buena práctica empresarial que va a servir para generar siempre mayor valor: los inversionistas y el mercado en general van a apreciar tales comportamientos y eso se puede canalizar en mayor inversión y financiamiento más barato. En conclusión, es sin duda el accionista minoritario el eje fundamental de las reglas voluntarias del Buen Gobierno Corporativo.

**3. Leyendo el Proyecto del Código en varios artículos se mencionaba el tema de los grupos de interés. ¿Quiénes son y qué importancia o impacto tienen en el manejo de las sociedades?**

**Dr. Córdova:** Creo que el tema se refiere más a los conflictos de interés. Los conflictos de interés pueden existir en diferentes niveles: el nivel clásico, cuando existen accionistas de una compañía que son a su vez accionistas de otra compañía, con no los mismos socios, y que pueden tener alguna relación entre las dos compañías, alguna relación que sea potencialmente conflictiva en términos de intereses. Por ejemplo, si yo soy accionista y gerente de la compañía A que le compra a un provee-

dor B, empresa en la cual yo también tengo participación, o mi grupo tiene participación, pero que no son los mismos socios en la empresa que compra, pueden jugar con sobrefacturación y cobrar por lo bajo comisiones como sucede en muchos casos. En todo lo que es transacciones intercompañías es un tema importante y eso puede ser completamente legal; no hacer concurso de precios para ver quién es el proveedor más eficiente sino comprarle al proveedor a dedo porque tengo algún interés en común con él, eso no es ilegal. Un gerente general si no quiere no hace un concurso de precios, está castigando al valor de la compañía evidentemente, allí ése es un tema típico de Gobierno Corporativo. Creo que ese es un ejemplo, indudablemente hay muchos más, conflictos de interés personales, de información y de otro tipo, pero ya me quedaría con un ejemplo para ilustrar a qué se refiere eso.

**Dr. Silva:** El significado que se tiene el término Grupos de Interés en los Principios básicamente está referido a los grupos de interés en el gobierno de las sociedades, o grupos que tengan interés en cómo se manejan las sociedades. En este caso, además de los accionistas minoritarios están los acreedores, los proveedores, incluso los trabajadores en algunas ocasiones. Es decir, en la misma línea de lo que comentábamos inicialmente, el tema de Gobierno Corporativo no sólo es un tema de protección a los accionistas minoritarios, por lo que el reconocimiento de derechos y buen trato en términos de información, por ejemplo, también se debe extender a los proveedores y otros acreedores. En este sentido, los bancos como principales acreedores de las empresas forman parte de lo que es el grupo de interés, así como también aquellos que han financiado a las empresas a través de la adquisición de sus valores. En ese sentido, los Principios consideran que el marco de gobierno societario debe asegurar que se respeten los derechos de los grupos de interés estipulados por la ley, tales como los trabajadores, proveedores, y otros acreedores. También establece que el marco del Gobierno Corporativo debe permitir mecanismos que incrementen la participación activa en los grupos de interés, llámese trabajadores y acreedores. Asimismo, indica que donde los grupos de interés formen parte del proceso de gobierno societario, digamos una empresa en liquidación, éstos deben tener acceso a la información relevante.

**Dr. J.L. Hernández:** En relación al tema de los grupos de interés creo que hay diferenciar dos términos, lo que en doctrina anglosajona se denomina los shareholders y los stakeholders. Los shareholders son los accionistas, los que tienen una porción sobre el capital, mientras que los stakeholders son esos sujetos que pueden tener algún interés en la compañía, como bien se ha dicho pue-

de ser un trabajador, puede ser el Estado a través de los tributos, el Estado a través de normas del medio ambiente, pueden ser los proveedores o los acreedores en general, los bancos, entre otros. Aquí, respecto de las normas de Buen Gobierno Corporativo voluntarias, hay que tomar una opción, es decir, para quién son estas normas. Una visión es que las normas son para todos, es decir, para ambos grupos y, por lo tanto, cuando se está dando una normatividad voluntaria sobre Gobierno Corporativo, deberíamos no sólo apuntar a resolver el mayor valor de la empresa que es de interés de los accionistas sino a resolver también los problemas de pago de impuestos, de normas de medio ambiente, de pago a acreedores, a proveedores, etc. O, una segunda visión, por la cual me inclino, que señala que el tema de las normas de Buen Gobierno Corporativo es un tema de generación de mayor valor de la empresa y, por lo tanto, es un tema de inversión de los accionistas en la empresa. Eso no significa desde una óptica de Gobierno Corporativo que el tema de los grupos de interés (stakeholders) no sea relevante, pero ese tema apunta a ser cubierto por las normas de Buen Gobierno Corporativo. Para eso existen disposiciones en el ordenamiento que apuntan a que cuando uno tiene deudas debe pagarlos en determinadas condiciones, cuando uno le debe al fisco tiene que pagar de tal o cual manera, existe una normatividad laboral que dice qué tiene que hacer uno para pagar bien, de acuerdo y conforme, a los trabajadores. Si uno es una empresa minera existen normas de medio ambiente que se le aplican para ver dentro de su actividad minera qué normas debe cumplir. Es decir, no es que estos grupos de interés, no interesen al Gobierno Corporativo, claro que le interesan, pero creo que son dos temas distintos, es decir, normalmente los códigos de Buen Gobierno Corporativo a lo que apuntan es a frases mas o menos como la leída, es decir, deberá privilegiar, mejor dicho, deberá cumplirse las normas, las leyes sobre acreedores, medio ambiente, pago de impuestos, etc. Pero no es que por esa vía se quiera dar una participación activa a acreedores, a bancos, a Estado, en el gobierno de la empresa; ése es otro tema. El tema del Gobierno Corporativo es cómo gobernamos la empresa para generar mayor valor, que es el interés de los accionistas. Y generando mayor valor, obviamente dentro de esa práctica de administración, se entiende que se debe cumplir con el ordenamiento legal, el cual tendrá que ser lo suficientemente bueno como para generar los mecanismos de coacción que permitan el cumplimiento de normas tributarias, laborales, civiles, de medio ambiente. Entonces, normalmente en los códigos de Buen Gobierno Corporativo modernos hay un pronunciamiento sobre estos grupos de interés, pero no dentro de la idea de darles injerencia y participación en el control de la empresa.

**4. ¿Cómo podemos a través del Gobierno Corporativo hacer que esas personas que no tienen un derecho de acción con voto, la tengan?**

**Dr. Córdova:** Yo me negaría a incentivar que tengan interés en acciones sin voto los inversionistas, en particular los inversionistas institucionales que en el Perú, en este momento no ejercen su derecho a voto en muchos casos, eso me parece inadecuado. Las acciones sin derecho a voto yo creo que es un tipo de acción que va a tender a desaparecer con el tiempo, porque justamente la mala práctica del Gobierno Corporativo ha generado mucha desilusión y mucha pérdida de valor para inversionistas que en un momento confiaron en ese tipo de título valor. En consecuencia, creo que la puntería se debe dirigir a ver cómo desaparecer esas acciones sin derecho a voto de nuestro mercado, en otros mercados existen también, pero considero que son totalmente contradictorias con el principio de todos los accionistas en tener un mismo derecho. Yo particularmente creo que es algo inconveniente y que hay que eliminar.

**Dr. Silva:** En ese tema estoy totalmente de acuerdo. En los Principios de Buen Gobierno que estamos comentando se recoge la idea más o menos general, que se tienda a un solo tipo de acción. Si bien es cierto, la acción sin derecho a voto brinda a la empresa una opción adicional para su financiamiento, en la práctica en otros países, su uso extendido se ha prestado a abusos. En nuestro caso tenemos el tema de las acciones de inversión, que son una especie de acciones sin derecho a voto no reguladas por la LGS. Estas acciones de inversión no ejercen el voto y a lo largo de su existencia han tenido diferentes tratamientos legales que han tratado de brindar una mayor protección legal a sus tenedores frente a los abusos que se fueron presentando. Sin embargo, aun en la actualidad, las acciones de inversión no tienen los mismos derechos que las acciones sin derecho a voto reguladas por la Ley General de Sociedades. No tiene el derecho a un reparto preferente de dividendos, no tienen la posibilidad de impugnar acuerdos que lesionen sus intereses y tienen limitado acceso a la información. Este es un tema que debe ser tratado de modo urgente a fin de buscar los mecanismos que faciliten la conversión voluntaria al menos a un tipo de acción regulada por la LGS.

**Dr. J.L.Hernández:** Sobre ese tema yo tengo una visión un poco distinta a las comentadas. Si bien coincido con la idea, de que en términos de mercado de valores, la estandarización del título, facilita las transacciones y el traslado de información sobre el mismo, creo que finalmente la estandarización o no de las acciones debe ser una decisión de mercado y no una opción legal. No creo que las normas voluntarias de Buen Gobierno Cor-

porativo, ni ninguna otra, debiesen, en términos de política, incentivar una restricción respecto de títulos, sino que lo que debe generar es que frente a cada título que se emita, exista un obligatorio cumplimiento de normas de transparencia, cosa que no ha pasado en el Perú respecto de una serie de valores mobiliarios. Las acciones de inversión constituyen un claro ejemplo de ello. En estas últimas se ha generado un tremendo problema que incluso ha terminado en comisiones investigadoras en el Congreso, procesos administrativos frente a CONASEV y denuncias penales, allá por los años 95, 96, 97, lo que originó que se suspenda la cotización en bolsa de una serie de acciones, básicamente por dos problemas: el primero tiene que ver con un problema legislativo, la legislación sobre acciones de inversión, que son acciones que tienen su origen en el gobierno militar de Velazco, es un híbrido absolutamente sui generis, casi sin paralelo mundial. Existen ciertas semejanzas entre las acciones de inversión y las acciones sin voto, pero legislativamente hay diferencias. Hubo a su vez una deficiente legislación sobre las acciones de inversión. De alguna manera, me atrevería a decir que muchas de las cosas que se hicieron en los años noventa con las acciones de inversión, fueron "legales", pero groseramente injustas y atentatorias contra los tenedores de esas acciones de inversión. La norma tenía una serie de vacíos que permitía hacer ciertas cosas, en virtud de las cuales, uno "licuaba" fácilmente a los accionistas de inversión. Se les "licuaba" haciendo fusiones, por ejemplo, tenían una participación del 10% y, de pronto, pasaban a tener una participación de 0.001% porque inventaban una fusión aparentemente válida con otra sociedad.

Respecto a las acciones de inversión, el tema se ha cubierto en algo, pero hay una serie de problemas como el hecho de que no puedan impugnar acuerdos, y hay una serie de cosas que los hace tener un segundo nivel, por decirlo de alguna forma.

Con respecto a las acciones sin derecho a voto, creo que el tema en la Ley General de Sociedades está, más o menos, claro respecto a los derechos. Entonces, si bien comparto que la estandarización puede facilitar a una empresa su involucramiento en el mercado de valores, creo que esa debe ser una cuestión, finalmente, de mercado. Creo que la legislación debe de proveer a las empresas la posibilidad que emitan los títulos que quieran, así como pueden haber bonos estructurados, bonos corporativos simples, bonos con primas o bonos sin primas, porqué no pueden haber distintos tipos de acciones. El tema es uno de transparencia de información y de derechos mínimos exigibles al emisor de esos títulos. Por lo tanto, desde una óptica del Buen Gobierno Corporativo, creo que el pronunciamiento debe ser

neutro, a lo que hay que apuntalar es a que hayan normas que permitan, finalmente, derechos y obligaciones adecuadas, protectoras de los tenedores de estos posibles valores que se emitan, y que haya un cuerpo normativo sensato sobre el particular. Hay que decir, que el tema ha avanzado bastante, no ha sido así siempre y eso ha podido generar este malestar con las acciones de inversión que, de alguna manera, por ser cuasi símil de las acciones sin derecho a voto, produce ciertos problemas y se genera una percepción de que es un título no atractivo y, por ende, rechazado por el mercado. Basta preguntarse cuántas emisiones de oferta pública primaria de acciones sin derecho a voto ha habido en el Perú.

**5. Hemos tocado el tema del Buen Corporativo de manera general, y de manera particular la pregunta sería por las prácticas del Buen Gobierno Corporativo ¿ Consideran que el tema está agotado en el Proyecto del Código o habría algunos puntos que agregar como el de tener injerencia en la distribución de utilidades o el tema de los Convenios de Accionistas?**

**Dr. Córdova:** Bueno, el tema nunca se puede agotar como pasa con cualquier tema importante. Pienso que es un documento bastante general y que, a mi modo de ver, el principal mérito de éste es que exista., ya que el hecho que exista algo en el Perú acordado tanto por entidades representativas del sector público como del sector privado, es un paso hacia adelante. El problema es que tenemos un mercado que todavía está subdesarrollado en relación al avance que tienen las normas, al avance de nuestro ejercicio intelectual. Al respecto, en cuanto a las prácticas en sí, hay algunos puntos con los que todo el mundo coincide y que son claves, como la información y la transparencia. Transparencia en la información, a mi parecer, es ir más allá de lo que pide CONASEV. Las empresas que tienen buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el Perú, nos sobran dedos de una mano para mencionarlas, tienen como todas las empresas desarrolladas una práctica de brindarles información de manera proactiva, no mandar esos formatos aburridos de CONASEV. El tema de las auditorias es importante, tanto la auditoria interna hecha por firmas diferentes, como la auditoria externa. El tema de directores independientes, profesionales es importante., diferenciar el papel del gerente, del director y del accionista. Asimismo, el tener una política de dividendos, anunciar esta política de dividendos, tener comités a parte de las auditorias, comités de remuneraciones para ver las remuneraciones de los ejecutivos. Todo eso dentro de un buen plan de sucesión, tener un plan estratégico, más o menos conocido. Tener un mecanismo preparado para enfrentar las crisis. Todo lo enunciado son temas

que se tocan en términos del Buen Gobierno Corporativo.

**Dr. Silva:** Bueno, prácticamente se han mencionado todos los temas que quedaban pendiente en términos del Buen Gobierno Corporativo Además de los principios o los códigos, en algunos países, como España y México, se solicita un informe anual en el cual las empresas revelan cómo está su situación en relación a los principios que se han aprobado. En este sentido sería recomendable tener información de las empresas en cuanto al cumplimiento de los Principios a través de su memoria anual por ejemplo. Así podría contarse con información en relación a cuántos directores independientes tiene la empresa, si tienen o no comité de auditoria independiente, si existe separación de funciones del Directorio y la Gerencia, etc. Otro tema en el que debe profundizarse, como ya se mencionó es el referido a las acciones de inversión. Adicionalmente, hay otros temas que tienen que ver con la Ley General de Sociedades como el tema de reorganización simple, que quizás el Dr Hernández Gazzo nos pueda aclarar, que ha sido normado de modo muy general y que se puede prestar a la realización de reorganizaciones societarias sin la adecuada protección para los accionistas y acreedores de las empresas involucradas. Por otro lado, tenemos el tema de la pretensión social de responsabilidad en el cual nuestro ordenamiento establece un tercio del capital social como requisito, mientras que en otras legislaciones como las de España, México e incluso la chilena se establece un 5%. En relación a este tema, podría plantearse que aun un sólo accionista pueda ejercer este derecho con las debidas salvaguardas contra el abuso de este derecho. Otro tema importante es la regulación de la acción de clase, que desincentivaría a las empresas a provocar daños pequeños a nivel de inversionistas individuales en la medida que uno de ellos podría representar a todos y requerir la compensación para todos los inversionistas de su clase.

**Dr. J.L.Hernández:** En cuanto a las prácticas del Buen Gobierno Corporativo, Daniel ha hecho una enumeración completa de cuáles son los principales temas clásicos que, de alguna manera, están incorporados. El punto más fácil es tener un buen código, creo que eso no es tan complicado, lo complicado es hacer que esto se cumpla. Creo que no podemos hacer que algo se cumpla si previamente no lo tenemos, con lo cual es un gran avance tenerlo. El tema es que nuestra concentración debe estar puesta en cómo lo hacemos más viable. Los americanos tienen una palabra que siquiera tiene traducción en el castellano en una sola palabra, que es "enforcement". Este término significa de alguna manera implementarlo, aplicarlo, ejecutarlo, que se cumpla.

En síntesis, hay que tener en cuenta dos cosas. Uno: Información, que era lo que se mencionaba hace un momento, es decir, generar mecanismos para que el mercado conozca qué cosa se cumple del Código y qué cosa no se cumple de él, quién cumple algo y quién no cumple, no para sancionarlo, no para imponerle una multa administrativa por CONASEV, sino para que, justamente el mercado sepa, conozca y evalúe, y el día de mañana cuando esa empresa emita algún valor el inversionista decidirá si escoge tal valor como inversión o no. Si una empresa tiene una trayectoria de mayor apertura, mayor claridad en la información, independencia en el manejo y maximización del valor, el propio mercado irá decantando hacia donde dirige sus inversiones. De esta forma las empresas que quieran tener una participación activa en el mercado de valores tendrán que ver qué cosas van cumpliendo año a año del Código. Entonces, tenemos que el tema de la información es clave. Los ejemplos que se mencionaron de España y México son ejemplos clarísimos en los cuales, finalmente, se terminó informando al mercado qué empresas cumplen y qué cosas son las que cumplen. En el caso de México se hace incluso con una tabulación porcentual -que puede ser cuestionable- y que informa al mercado el porcentaje de cumplimiento del código por cada empresa, en función del peso que se ha establecido a las obligaciones. El segundo tema es el de ver qué pasa cuando digo que voy a hacer algo, lo informo al mercado y finalmente no lo hago. Allí es donde tiene que haber mecanismos, y teóricamente la legislación es el que debe proveerlos, que generen presión sobre ese tema. Un mecanismo no legal es el propio mercado, es decir, que el inversionista que ya está adentro presione. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, la gran presión se produce por los fondos mutuos, estos tienen, por ejemplo, de las acciones que cotizan en la bolsa de Nueva York más del 30 % del accionariado, y de alguna manera, presionan, controlan o hacen controlar por medio de las prácticas del Buen Gobierno Corporativo, incluso ya estando adentro. El punto es que un mercado como el peruano que no es tan líquido, si ya estoy adentro, si no me gustan las prácticas del Buen Gobierno Corporativo, la pregunta es a quién le vendo, cómo salgo si ya estoy adentro. Si hubieran varios posibles compradores, lo que hago es salir y castigo por esa vía. En nuestro medio, casi la única vía de castigo es ex ante, de manera que debemos decidir sin comprar o suscribimos las nuevas emisiones, pero deshacernos de un paquete, si el paquete es importante es algo complicado, entonces, allí es donde vienen los mecanismos legales necesarios. La pretensión de responsabilidad social es casi inútil tal cual está regulada. Resulta un horror que la norma diga que un tercio sobre el capital debe reunirse para iniciar acción contra los administradores. Esta norma está en la Ley General de Sociedades y no hay

una norma especial en la Ley de Mercado de Valores, con lo cual se aplica para toda sociedad. Un tercio, en una norma con cierta apertura en el mercado, es simplemente inviable. Que un accionista que salga a defender el mayor valor de la sociedad y ataca a los administradores por su mala gestión, con un tercio, es complicado. Por otro lado, tenemos las llamadas acciones de clase. Estas acciones -tal cual el modelo americano- permiten no sólo que un grupo de accionistas se pueda juntar para demandar a la sociedad, sino que se pueda trasladar las costas y costos del proceso a la sociedad incluso en el caso en que los demandantes pierdan el proceso. Sólo los accionistas asumirán los costos y costas si se prueba que demandaron de mala fe. Esto genera un "activismo judicial", pero esta conducta pareciera en el saldo generar más beneficios que costos desde el punto de vista del gobierno corporativo. Se genera una posibilidad real de fiscalización.

Otra cuestión de complicada aplicación en un sistema como el peruano, por ser una figura típica de origen anglosajón, es todo el tema de los deberes fiduciarios que los directores tienen en el esquema anglosajón. Estos deberes fiduciarios son aquellos por los cuales los directores deben generar un mayor valor a la empresa. Este tema ha tenido un desarrollo jurisprudencial muy largo en Estados Unidos, de alguna manera algunos principios se recogen en el Perú legislativamente, lo que se necesita es el desarrollo de la jurisprudencia que sienta ciertas pautas y deje claro en el mercado, por ejemplo, que si un director hace "A", eso es sancionable, no solamente sancionable en términos económicos, sino que incluso podrían ir a la cárcel. Lo que no queda claro es cuáles son esos estándares, eso aun no se ha construido por lo pobre del mercado, por lo pobre del Poder Judicial, por lo pobre en general de nuestras empresas y del contexto en el cual se mueven, pero ese es un tema clave. Creo que el código es la materialización de una muy buena intención, lo que hay que trabajar, y es la labor más complicada, es el cómo hacer que se cumpla en la práctica, y allí el tema de información y el tema de poder generan mecanismos judiciales que permiten su obligatorio cumplimiento cuando una empresa se compromete a hacer algo es clave para ver esto realmente materializable.

#### 6. ¿La práctica o el tema de la información está adecuadamente regulada en el Proyecto?

**Dr. Córdova:** En términos generales, es claro que los directores según ley tienen el deber de informar, aparte el deber de gobernar y velar para que la sociedad genere el máximo de valor. Creo que lo importante es ir más allá de la ley. No es suficiente lo que está en el código, éste no puede ser un código completo y detallado sino

sólo continente de pautas generales. Los directores que quieren generar valor, que quieren hacer crecer una compañía y quieren una estructura financiera sana, es decir, que quieren nuevos inversionistas, atraer institucionalistas de la bolsa o su estrategia, tienen que tener mecanismos de flujo de información bastante buen, o por lo menos comparativamente bueno respecto a las empresas que van a competir por ese capital en el mercado de valores o en un mercado de inversionistas en general. En consecuencia, sí es un punto clave que los directores vayan más allá de lo que la ley exige, y si son directores que están en mercados dentro de un proceso de crecimiento, evidentemente pueden haber directores de empresas completamente cerradas que no quieren nuevos inversionistas y que a lo único que aspiran es a mantener un *modus operandi* o un *status quo*, pero allí ya no estamos hablando de situaciones interesantes en términos de Buen Gobierno Corporativo. Legalmente tienen que respetar esas pautas, pero evidentemente nadie está obligado a ir más allá de lo que la ley exige, pero si uno quiere crecer, innovar, generar más valor, sí está obligado a hacer cosas que van más allá de lo estrictamente normativo.

**Dr. Silva:** Los grandes temas en relación a información, están regulados, ya sea en la Ley General de Sociedades, en la Ley de Mercado de Valores y en reglamentos bastante detallados en relación a ofertas públicas, hechos de importancia y estados financieros. El deber de los directores está plasmado en estas normas mencionadas. Inclusive el reglamento de hechos de importancia, si bien enumera una serie de hechos que se deben informar, reconoce que ésta información es la mínima necesaria y en su artículo 8° establece que se deberá informar cualquier otro hecho que pueda ejercer influencia en la decisión de los inversionistas de invertir o no en el valor inscrito. El cumplimiento de la letra y el espíritu de estas normas dependerán en gran medida no sólo de la supervisión sino también del desarrollo de una cultura de transparencia de los empresarios y de los directores.

### 7. Un punto importante en el Proyecto es la figura del Director Independiente, según el Código ¿quién es y qué relevancia tiene?

**Dr. Córdova:** El director independiente es una persona generalmente contratada por la compañía por sus cualidades profesionales, es un director que no está sentado en el directorio por ser miembro de la familia, accionista o por ser gerente, sino porque es una persona con cualidades, puede ser, por ejemplo, un abogado que

va a agregar un valor otorgando una buena asesoría jurídica, puede ser un financista que va a agregar valor contribuyendo con la mejor estrategia financiera, o puede ser alguien ligado al sector, por ejemplo en una compañía minera, un buen minero que conoce de geología, de minería, de ingeniería minera, ese es el director independiente. En primer lugar es aquél que va a agregar valor y que va a estar sentado allí por sus características personales, y en segundo lugar es un director que tiene un carácter independiente, va a ser una especie de contralor, en la medida que tiene responsabilidad va a cuidar que no se den conflictos de interés entre los directores que no son independientes por ser accionistas o ser el gerente.

**Dr. Silva:** Se podría añadir la importancia del desarrollo de la figura del director independiente para las inversiones que realizan las AFP y otros inversionistas institucionales. Las AFP tienen una participación, cada vez, más importante en el accionariado de las empresas. Por ejemplo, el caso de Ferreyros, las AFP tienen la cuarta parte del accionariado, algo bastante significativo, sin embargo, no tienen un director que pueda estar cautelando los intereses de los aportantes a los fondos de pensiones. Esta figura del director independiente podría llevar a que las AFP pongan ciertos directores independientes que los puedan representar. De esta manera estos principios del Buen Gobierno Corporativo podrían ser respetados o tomados en cuenta por estas sociedades en beneficio de los aportantes de las AFP.

**Dr. J.L. Hernández:** En el caso del director independiente creo que es bueno tomar en cuenta que no sólo estamos hablando de ese derecho típico del accionista minoritario que mediante alguna fórmula especial de cómputo que tiene la Ley General de Sociedades pueden de alguna manera acceder a colocar a algunos de sus representantes como directores en la empresa, es decir, no estamos hablando sólo de eso, se está hablando de una posición adicional en mucho más valor agregado. Se habla de que los directores estén integrados por profesionales independientes, que de alguna manera respondan dando un mayor valor agregado a la empresa con independencia de quién lo haya nombrado. Entonces, no es simplemente esta idea del director independiente la materialización de lo que en la legislación ya está, la posibilidad de que una minoría con ciertos porcentajes pueda colocar a un director, ese no es el independiente, de repente el independiente es el que sugirió la mayoría, el punto es un tema de calidad personal, de no responder a ningún grupo y de tener una calificada labor.

**8. Finalmente, ¿qué repercusiones, a nivel macro, puede traer estas prácticas del Buen Gobierno Corporativo aplicado en las empresas, para el crecimiento económico y social de nuestro país? ¿ es viable en el país este tema del Buen Gobierno Corporativo?**

**Dr. Córdova:** En este tema me voy a poner el sombrero por Procapitales. El Perú está viviendo un proceso recesivo del cual aun no empezamos a salir, el subdesarrollo de nuestro país está muy ligado a la descapitalización de las empresas, y el ejemplo más típico de esta descapitalización la encontramos en el sector agrario, que es uno de los sectores más importantes del desarrollo del país. Este sector fue acribillado por la reforma agraria, entonces, el proceso de descapitalización indica que ya no hay una clase empresarial y que progresos acumulados por muchos años fueron a darla tacho de basura. Tierras y tierras en donde sembró, en donde se acumuló mucho conocimiento y se produjo muy bien ahora están abandonadas. eso es concretamente el proceso de descapitalización. Lo que revierte ese proceso de descapitalización es un proceso de capitalización y esto en términos financieros no se hace a punta de créditos, eso no se hace creando un banco agrario, sino con el surgimiento de una clase empresarial, capital fresco y una dinámica con el sector financiero y con el resto del país, esto en vez del endeudamiento. Tanto el aspecto de clase, el aspecto de déficit de clase empresarial a nivel país, como déficit de capital se soluciona con un proceso en el cual surjan empresas bien manejadas, capaces de crear valor y combinar esa capacidad de crear valor y la capacidad de crear capital. Generar un negocio que va a atraer inversiones se logra a partir de un know how empresarial, de manejar bien un negocio en particular, de descubrir oportunidades y aprovecharlas, pero una vez que se tiene esa oportunidad es importante tener un Buen Gobierno Corporativo. Un ejemplo concreto, se sabe que en este momento existe un exceso de ahorro, aunque suene paradójico, que está en manos de los fondos de pensiones, privados cerca de cuatro mil millones de dólares, públicos tres mil quinientos millones, es decir tenemos aproximadamente siete mil u ocho mil millones de dólares colocado, pero cada año los fondos de pensiones crecen en cien millones de dólares y no tienen dónde colocar ese dinero. Por otro lado, tenemos un país que necesita de capital, de oportunidades para poderse desarrollar, Pero, por ejemplo, las AFP no tienen dónde colocar su plata porque precisamente faltan esos empresarios con capacidad empresarial y a la vez falta la capacidad de convocar a las AFP poniendo en claro que tienen una buena práctica de gobierno corporativo. Mientras más incentivemos el Buen Gobierno Corporativo, sobre todo en las empresas más chicas, que son más particulares,

mientras más los incentivemos a abrir su capital, mientras los incentivemos a crecer, estaremos generando más desarrollo y eso se logra, en gran parte, difundiendo las buenas prácticas del Buen Gobierno Corporativo, creo que es un tema viable. El icono de Buen Gobierno Corporativo es Buenaventura, una empresa que hizo su conversión de acciones sin derecho a voto a acciones con voto, justamente para estandarizar, y gracias a su Buen Gobierno Corporativo podrá atraer inversionistas con mayor facilidad, haciendo acciones líquidas con los mismos derechos. Entonces, creo que es algo que sí es viable, claro que es difícil, incentivar el Buen Gobierno Corporativo en el Perú, en México o en Francia es igual de complicado. Existe siempre la resistencia de quien maneja el negocio de manera cerrada, todo consiste en demostrarles a las empresas que el manejo del Buen Gobierno Corporativo es una buena inversión.

**Dr. Silva:** El Buen Gobierno Corporativo significa dar confianza a los inversionistas para que recuperen su inversión. Creo que es un elemento muy importante para poder atraer inversión y permitir el crecimiento de las empresas y de la economía en su conjunto. Como se mencionó anteriormente sólo un número reducido de empresas, cerca de 200, pueden calificar como grandes empresas. Entonces, el único camino que tendrán las empresas peruanas para aumentar su capital y reducir sus tasas de endeudamiento, es la adopción de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, que les permita dar confianza tanto al capital interno como externo. Hace unos años, en el año 97 por ejemplo las dos terceras partes del capital que se movía en la bolsa era capital externo, en la actualidad estamos ligeramente por debajo del 30%. La mejor manera de atraer a estos capitales será la adopción de prácticas de buen gobierno. Adicionalmente como ya se mencionó, la adopción de estos Principios se traducirán en un costo de financiamiento menor que a su vez promoverá la inversión. Creo que el desarrollo de las prácticas de buen gobierno es un tema viable en nuestro país y se irá difundiendo a medida que las empresas busquen fuentes de financiamiento que les permitan un mayor crecimiento de largo plazo en un marco de mayor competencia.

**Dr. J.L. Hernández:** En relación con el punto de la influencia del Gobierno Corporativo en el crecimiento económico de hecho resulta claro que puede haber una influencia determinante. No sólo desde la óptica de las empresas que ya tienen un cierto capital abierto, sino desde la óptica de esas empresas que, siendo medianas, mantienen un capital cerrado, y que una forma de crecimiento pudiera ser la apertura de capital, no solamente la captación de un mayor capital para las empresas que de alguna manera ya son abiertas, sino que sea el inicio de captación de capital para las empresas que hoy son

cerradas, el entendimiento y el convencimiento debe ir por el lado de que si no tienen normas claras de Buen Gobierno Corporativo, si no están dispuestas a cumplir estrictamente lo que la Ley General de Sociedades establece, lo que en su caso establece la Ley de Mercado de Valores, y ciertos valores agregados a esas prácticas que pretenden ser introducidas por el Código, el tema no va a funcionar, el tema de repente les va a funcionar en una determinada emisión, en un determinado momento pero no va a ser una cuestión sostenible en el tiempo. Entonces, definitivamente tiene influencia respecto del desarrollo, es claro que influencia puede tener, que la vaya a tener o no es otro tema que viene a ser el tema de la viabilidad. Es decir, que finalmente esto va a funcionar si es que la apuesta y el reto es porque funcione, pero el trabajo va a ser duro porque existe una percepción muy interiorizada dentro de las empresas,

sobre todo dentro de las medianas, de que abrirse puede ser un problema, de que abrirse puede generarles una complicación, porque están acostumbradas a ese manejo, porque ya no existe casi separación entre dueño y administrador. Pero empiezan a sentir ciertos golpes o dificultades en el sistema financiero. No estoy hablando del Mercado de Valores, sino del propio sistema financiero donde no hay una política clara del rumbo de la empresa, donde los administradores son los mismos que los accionistas. Entonces vemos que el tema se va complicando y son esas mismas complicaciones del mercado las que pueden ir forzando a tomar una mayor conciencia respecto de esto. Conuerdo con Daniel, en señalar que sí es viable, pero es de difícil aplicación y definitivamente no es un tema de meses o de un año es todo un proceso de crear conciencia y de ir introduciendo, poco a poco, estos mecanismos. **D&S**