

# GOBIERNO CORPORATIVO EN TIEMPOS DE VENTURE CAPITAL

## CORPORATE GOVERNANCE IN TIMES OF VENTURE CAPITAL

José Miguel Porto Urrutia\*  
Exmiembro de THĒMIS  
Porto Legal

*The importance of having good corporate governance policies that respond to the particularities of the company is indisputable, especially in capital structures (such as startups), whose special dynamics in the industry (of venture capital) generate a high risk of harming the interests of disadvantaged groups (such as minority shareholders). In addition, there is a risk of unduly influencing management, due to the privileged position that certain groups hold (such as investors with a high financial capacity).*

*In this order of ideas, this article exposes the challenges and complexities that the venture capital industry is going through, mainly in the Peruvian startup market. Likewise, the author analyzes some proposals for good corporate governance, in order to outline a starting point in the search for practices and policies that allow the consolidation of the figure in the country.*

**KEYWORDS:** *Venture capital; startups; partnership; board of directors; management; shareholders.*

*Es indiscutible la importancia de contar con políticas de buen gobierno corporativo que respondan a las particularidades de la sociedad; sobre todo, en estructuras de capital (como las startups), cuya dinámica especial en la industria (del venture capital) genera un alto riesgo de vulnerar los intereses de grupos en desventaja (como lo son los accionistas minoritarios). Así como también, existe el riesgo de influenciar indebidamente la gestión en razón de la posición privilegiada que determinados grupos detentan (como lo son los inversionistas con alta capacidad financiera).*

*En ese orden de ideas, el presente artículo expone los retos y complejidades que atraviesa la industria del venture capital, fundamentalmente en el mercado de startups peruano. Asimismo, el autor analiza algunas propuestas de buen gobierno corporativo, a efectos de trazar un punto de partida en la búsqueda de prácticas y políticas que permitan la consolidación de la figura en el país.*

**PALABRAS CLAVE:** *Capital de riesgo; startups; sociedad; directorio; gerencia; accionistas.*

\* Abogado. Master of Laws (LL.M.) por la Universidad de Chicago. Socio fundador de Porto Legal (Lima, Perú). Contacto: [jporto@porto.legal](mailto:jporto@porto.legal)

Nota del Editor: Este artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 10 de enero de 2021, y aceptado por el mismo el 4 de agosto de 2021.

## I. INTRODUCCIÓN

La industria de capital de riesgo (*venture capital*) continúa madurando en el mercado peruano y sus particularidades nos hacen preguntarnos sobre las mejores prácticas de gobierno corporativo que debieran aplicarse a la misma. Las *startups*, que se encuentran al centro de esta industria, cuentan con una dinámica y estructura de capital especiales que las diferencian de las estructuras convencionales; situándose entre el modelo corporativo americano con capital difundido, y el modelo peruano con capital concentrado y familiar. En este artículo, nos referiremos a los retos y complejidades que se presentan en la industria de *venture capital* peruana. Además, revisaremos algunas propuestas para incorporar criterios de buen gobierno corporativo que sirvan para incrementar la eficiencia, competitividad y valorización de las *startups*; así como facilitar los esfuerzos de levantamiento de capital.

## II. LA RUTA DEL FINANCIAMIENTO

El mercado peruano muestra una particularidad: la disponibilidad de financiamiento en estadios tempranos del emprendimiento, como es el caso de las rondas de inversionistas previas a las series A (usualmente lideradas por fondos de *venture capital* y por montos en exceso de un millón de dólares americanos)<sup>1</sup>. Sumado a ello, el Perú cuenta con una población de dimensiones atractivas (ni muy pequeña como la chilena, ni muy grande como México o Brasil) y centralizada (la mayor parte de la actividad económica se encuentra concentrada en Lima y otras pocas ciudades de la costa). Esto hace atractivo al Perú para emprender, porque el nivel de inversión para obtener un producto mínimo viable que resulte escalable es menor que en otras plazas latinoamericanas con poblaciones mayores y economías descentralizadas.

Naturalmente, al demostrar la viabilidad de un producto o servicio en el mercado peruano, el siguiente paso es el escalamiento en Perú y luego a otros mercados con gran masa de consumidores (como podrían ser México y Brasil). Estas características deberían determinar que la actividad de las *startups* continúe incrementándose en el país.

No obstante, la deficiencia del mercado peruano es la escasez de fondos de *venture capital*<sup>2</sup> con operaciones locales y dispuestas a invertir en *startups* constituidas en el Perú. Por ello, el camino de las *startups* peruanas tiende a llevarlas hacia Estados Unidos (específicamente Delaware, que es la jurisdicción de preferencia de los fondos de *venture capital*) para constituir una matriz como vehículo donde se reciben las inversiones en series A y posteriores.

A medida que la *startup* avanza a lo largo de la 'ruta del financiamiento', completará hitos (la etapa de validación, temprana, crecimiento, consolidación y salida) y, con cada fase, la valorización de la *startup* incrementará, al igual que la capacidad de sus fundadores para levantar financiamiento adicional en lo que se denominan 'rondas de inversión'. Con cada levantamiento de capital, los fundadores verán diluida proporcionalmente su participación en el capital social. Es por ello que la ruta del financiamiento es también una carrera contra la dilución, donde los fundadores deben diluirse estratégicamente y voluntariamente para lograr levantar capital en estadios posteriores.

En cada ronda de inversión tendremos inversionistas que financiaron la *startup*, ya sea con instrumentos de deuda, opciones o inversiones de capital, que requerirán a cambio, entre otros, mejoras en las políticas de gobierno corporativo, como la conformación de directorios con participación de los inversionistas. Es así que, a medida que los fundadores van levantando capital y siguen la ruta de financiamiento, el gobierno corporativo de la *startup* tendrá que robustecerse, no solo para mantenerse competitiva y acceder a financiamiento, sino también por exigencia de los inversionistas. El Gráfico 1 detalla la ruta del financiamiento.

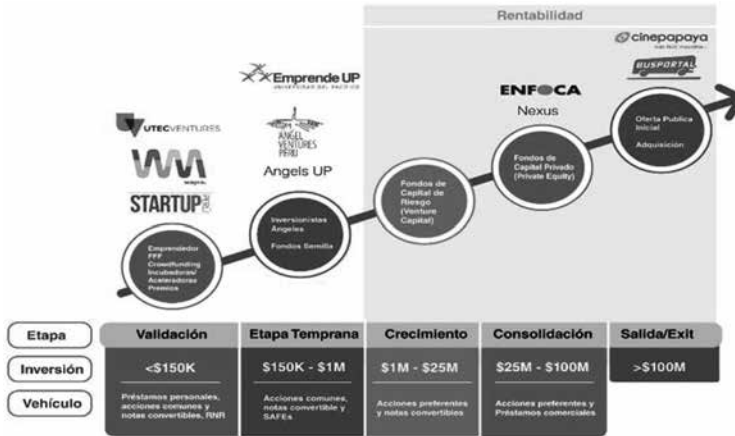
## III. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS STARTUPS

A medida que el emprendimiento navega por las complejidades de la ruta del financiamiento, los fundadores se van diluyendo en el capital social y entran nuevos inversionistas. Esto genera una dinámica particular en las *startups* que vale la pena considerar:

<sup>1</sup> Si bien, de acuerdo a la terminología de Crunchbase (2021), una serie A es aquella entre los uno a treinta millones de dólares, en nuestro mercado las rondas de inversión son más modestas y se tiene que una serie A es aquella en la que se obtiene financiamiento por encima del millón de dólares. Véase la definición en la página web de Crunchbase.

<sup>2</sup> En este sentido, se vienen realizando esfuerzos a través del gobierno peruano para cerrar esta brecha. Un primer paso fue el otorgamiento a Salkantay Partners de fondos no reembolsables para lanzar el primer fondo de *venture capital* peruano. Asimismo, también se encuentra el lanzamiento de parte de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) del Fondo de Capital para Emprendimientos Innovadores (FCEI), el cual invertirá en fondos de capital de riesgo en la Alianza del Pacífico.

Gráfico 1: La ruta del financiamiento



Fuente: Elaboración propia

- (i) El capital se encontrará concentrado en las manos de los fundadores.
- (ii) Los fundadores mantendrán el control y la administración de la *startup*.
- (iii) A diferencia de estructuras como el modelo corporativo peruano, en donde la propiedad y la administración se encuentran en manos de grupos familiares adinerados, en la *startup*, los fundadores, en la mayoría de los casos, no cuentan con los recursos económicos para financiar personalmente el crecimiento de la *startup* a lo largo de la ruta del financiamiento. Asimismo, la *startup* usualmente tampoco estará en capacidad de generar crecimiento orgánico con fondos propios (existe un periodo de tiempo necesario para que la misma madure, llegue a un punto de equilibrio y, aun cuando lo logre, no se sabe si los flujos serán suficientes para continuar con el proceso de expansión y crecimiento agresivo que suelen tener las *startups*).
- (iv) Los inversionistas usualmente tendrán un rol pasivo.
- (v) Usualmente la *startup* no tendrá un directorio, salvo en los casos en los que exista un inversionista que realice una inversión considerable y exija encontrarse representado en el directorio.
- (vi) Los inversionistas, ya sea que se trate de fondos de *venture capital* o inversionistas ángeles, tienen una ventana de tiempo de inversión, pero, en cualquier caso, buscan liquidar sus posiciones en el corto plazo para hacer una ganancia.

- (vii) Algunos inversionistas (como podrían ser los corporativos) podrían estar buscando liquidar posiciones (a cambio de una ganancia) o estar interesados en invertir en *startups* como mecanismo para encontrarse vigentes, cerca de los avances tecnológicos y disruptivos de la industria, así como para conocer, de la mano de la *startup*, las complejidades que se presentan en la transición del mundo analógico al digital.

Esta estructura de capital en donde no hay una clara división entre la propiedad y la administración hace que los fundadores puedan vulnerar los intereses de los accionistas minoritarios (inversionistas). Sin embargo, al ser los inversionistas quienes tienen acceso al capital para continuar financiando la *startup*, se genera una dinámica especial de cierta dependencia en donde resulta importante que los inversionistas no utilicen su privilegiada posición financiera para influenciar indebidamente en la gestión de la *startup*, más aún cuando cuenten con sitios en el directorio.

**IV. GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS PROBLEMAS DE AGENCIA**

El gobierno corporativo es la forma cómo la sociedad distribuye los roles y responsabilidades, así como el sistema de chequeos y balances entre el directorio, la gerencia, los accionistas y cualquier otro grupo con legítimo interés en la empresa para producir una compañía de funcionamiento eficiente, orientada idealmente a generar valor en el largo plazo (Loncharich, 2005). Las principales instituciones involucradas son los accionistas (reunidos en junta general), el directorio (designado por los accionistas) y la gerencia (designada por el directorio de la sociedad).

Al centro de las discusiones sobre la implementación de políticas de buen gobierno corporativo, se encuentran los problemas de agencia, que típicamente se generan cuando un agente debe velar por los intereses de terceros. Al respecto, los economistas Michael Jensen y William Meckling argumentaron que los gerentes profesionales quienes trabajan como agentes de los propietarios de la empresa, tienen incentivos para cuidarse a sí mismos en lugar de a los propietarios. La gerencia, por ejemplo, podría prodigarse beneficios que no favorecen directamente a la empresa, ni a sus propietarios reales (O'Reilly, 2017, pp. 240-241).

Coincidimos con Martínez Ortiz (2014) cuando señala que el gobierno corporativo tiene dos dimensiones del problema de agencia: la **dimensión vertical** y la **dimensión horizontal**. La dimensión vertical se presenta en el modelo capitalista, en específico en Estados Unidos, donde existe una clara separación entre la propiedad y el control de las sociedades. Allí el capital se encuentra diluido entre una gran cantidad de accionistas, donde ninguno de ellos muestra incentivos por supervisar, fiscalizar o monitorear a los administradores de la sociedad (sea que se trate del directorio o la gerencia).

De otro lado, la dimensión horizontal refiere a problemas de agencia generados cuando no existe una clara separación entre la propiedad y el control, donde los socios mayoritarios toman control del directorio y la gerencia, actuando en perjuicio de los accionistas minoritarios. En estos casos se advierte que la propiedad y el control recaen en manos del accionista controlador, siendo, en el caso peruano, un grupo familiar con una importante capacidad adquisitiva (Martínez Ortiz, 2014, pp. 99-100).

## V. DE LA ADMINISTRACIÓN DE LAS STARTUPS

Las *startups* generalmente se constituyen como sociedades anónimas cerradas (sin directorio) y solo cuando sus inversionistas lo exigen se crea un directorio. La administración de una *startup* se rige por lo establecido en el artículo 152 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades (en adelante, LGS), el cual señala que: “[l]a administración de la sociedad está a cargo del directorio y de uno o más gerentes, salvo por lo dispuesto en el artículo 247<sup>3</sup>” (1997) [el énfasis es nuestro].

<sup>3</sup> Artículo 247.- Directorio facultativo

En el pacto social o en el estatuto de la sociedad se podrá establecer que la sociedad no tiene directorio. Cuando se determine la no existencia del directorio todas las funciones establecidas en esta ley para este órgano societario serán ejercidas por el gerente general (Ley 26887, 1997).

<sup>4</sup> El Anteproyecto es un trabajo liderado desde el año 2014 por el Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, y elaborado por un grupo de trabajo de destacados profesionales. Este fue presentado el pasado 27 de mayo de 2021 con el objetivo de realizar ciertos ajustes y modificaciones a la actual LGS.

Como señala Salas Sánchez, “[n]o se aprecia una clara delimitación de las competencias de uno y otro órgano social, salvo las referidas a la jerarquía y a la atribución del gerente general respecto de los actos y contratos ordinarios” (2005, p. 3). En ese mismo sentido, el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades<sup>4</sup> (en adelante, el Anteproyecto) y el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas señalan que resulta necesario asignarle al directorio de las sociedades un rol estratégico y estructural de la sociedad, el cual supervise y controle a la gerencia; delegando en la gerencia la gestión ordinaria de la sociedad (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2021, p. 283; 2013).

En ese sentido, el principio 16 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas propone que

**El Directorio tiene como función aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad; establecer objetivos, metas y planes de acción, incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios; controlar y supervisar la gestión; así como encargarse del gobierno y la administración de la sociedad.** Es función del Directorio supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación (2013) [el énfasis es nuestro].

Luego, el principio 24 del mismo código señala que: “[e]xiste separación entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, **la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del gerente general**, mediante una política clara de delimitación de funciones [...]” (Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, 2013) [el énfasis es nuestro].

De acuerdo a ello, se sugiere que una adecuada estructura de buen gobierno corporativo delimite claramente la responsabilidad de cuestiones estratégicas de la sociedad en el directorio, mientras que la gerencia se ocupará de la gestión ordinaria del negocio.

### A. Del comportamiento de los directores

Nuestra LGS detalla ciertos deberes que los directores de la sociedad deben tener al ejercer su cargo.

El artículo 171 de la LGS establece que

**Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal.** Están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aun después de cesar en sus **funciones** (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro].

Como señala Elías Laroza, la LGS no define ni desarrolla el significado de ejercer el cargo con la “**diligencia de un ordenado comerciante**” y tampoco de “**representante leal**”, señalando que se encuentran referidas a normas de conducta que los directores deberán cumplir (1998, p. 343) [el énfasis es nuestro]. Adicionalmente, el Anteproyecto señala que el director debe tener un nivel de dedicación adecuado para la responsabilidad que asume (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2021). Se concluye así que los directores tienen dos deberes de conducta a seguir: el deber de diligencia y el de lealtad.

### 1. Deber de diligencia

Tratándose de una norma de conducta, no nos encontramos ante una norma de resultado. El director no es responsable por las malas decisiones que tome y su diligencia no es definida por el resultado de las mismas, sino por la forma cómo se tomaron las decisiones al interior de la sociedad. La LGS no requiere que los directores sean infalibles, sino que trabajen diligente y ordenadamente, como lo haría un comerciante, valga la redundancia, ‘diligente y ordenado’. Así, lo más relevante no es el resultado final de las decisiones del directorio (acertadas o no), sino que se analiza la forma cómo los directores adoptaron la decisión.

Otra forma de ver el deber de diligencia es como mecanismo de protección. Un director que toma una mala decisión no estaría infringiendo su deber de diligencia, si procuró obtener la mayor información disponible y veraz sobre la decisión a tomar (reconociendo las limitaciones de tiempo e información disponible que siempre se producen al tomar decisiones); si existió un debate riguroso donde el directorio exploró diversas opciones, en el que se debatieron los puntos a favor y en contra de la decisión; si se recurrió a la opinión de expertos en la materia cuando el tema o decisión así lo requería, entre otros. Opinamos que el fondo de las decisiones adoptadas por el directorio no merece revisión, y que cualquier disputa con los acuerdos del directorio se debería centrar en la forma en cómo se adoptó el acuerdo y no en el acuerdo *per se*, salvo cuando el fondo sea contrario a ley.

### 2. Deber de lealtad

¿A quién le debe lealtad el director? Esta no es una respuesta sencilla, ya que la sociedad tiene diversos actores a los cuales el director podrá deberles lealtad. ¿Acaso son los accionistas, la sociedad, los trabajadores, sus proveedores, el medio ambiente o la comunidad? Veamos algunos modelos a continuación.

#### a. *El modelo norteamericano*

Milton Friedman, ganador del Premio Nobel de Economía, ensayó la doctrina de primacía de los accionistas, en virtud de la cual las sociedades tienen como fin último maximizar el retorno de los accionistas. La Corte Suprema del Estado de Delaware, en el caso *Revlon (Revlon, Inc. c. MacAndrews & Forbes Holdings, 1986)*, estableció que los intereses de los accionistas siempre deben prevalecer por sobre los intereses de cualquier otro, salvo en procesos de quiebra o disolución, en donde se debe considerar los intereses de terceros ajenos a los accionistas (citada en Cole, 2019, p. 9).

Como las sociedades se encuentran en el centro del modelo capitalista, el modelo planteado por Friedman genera descontento al incentivar un modelo económico que pudiera resultar codicioso, egoísta o corrupto (Collier, 2018, p. 77). De esta manera, muchos cuestionan si el modelo de primacía de los accionistas es el más adecuado para el modelo capitalista. En ese sentido, el precedente es cuestionado por producir excesos en el modelo capitalista cuando el fin último del directorio, y por ende de las sociedades, es maximizar los retornos para los accionistas sin consideraciones adicionales.

Bajo este modelo, podría argumentarse que un directorio que destine recursos para proteger el medio ambiente, los derechos de los trabajadores o a la comunidad en la ejecución de sus negocios podría afectar adversamente los ingresos de los accionistas y ser sujeto a una acción por incumplimiento al deber de lealtad.

#### b. *El modelo peruano*

En nuestra legislación, el artículo 173 de la LGS establece que

Cada director tiene el derecho a ser informado por la gerencia de todo lo relacionado con la marcha de la sociedad. Este derecho debe ser ejercido en el seno del directorio y de manera de no afectar la gestión social.

**Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para**

**con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no pueden limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron** (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro].

Claramente, el legislador ha establecido que los directores no pueden limitarse a defender los intereses de los accionistas que los eligieron y tienen un deber de lealtad hacia todos los accionistas de la sociedad; con lo cual sus decisiones no pueden limitarse a beneficiar al grupo de accionistas que los designó. Notemos que dicho artículo señala además que los directores tienen un deber fiduciario hacia la sociedad.

Ello es ratificado luego por el artículo 180 de la LGS que establece que

**Los directores no pueden adoptar acuerdos que no cauteleen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados**, ni usar en beneficio propio o de terceros relacionados las oportunidades comerciales o de negocios de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo. No pueden participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento expreso de ésta [...] (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro].

El artículo 180 de la LGS establece, entonces, una obligación de no hacer, de manera que en ningún caso el director puede adoptar acuerdos que perjudiquen los intereses sociales, aun si estos acuerdos pueden beneficiar a los accionistas de la sociedad (y no solo a aquellos que los designaron). Así, los directores podrán defenderse contra cualquier acción individual de responsabilidad por parte de los accionistas que consideren vulnerados sus intereses, siempre que justifiquen su decisión de acuerdo con los mejores intereses de la sociedad.

En conclusión, el director debe velar en primera instancia por los intereses de la sociedad, no pu-

diendo en ningún caso adoptar acuerdos que perjudiquen el interés social. En ese sentido, nuestra LGS se aleja del principio de primacía de los accionistas que sostenía Milton Friedman y que la comunidad internacional viene cuestionando. En segunda instancia, el director debe velar por los intereses de todos los accionistas, y no únicamente de los accionistas que lo designaron<sup>5</sup>.

### c. *Las nuevas tendencias*

Existe una tendencia en el sector empresarial americano que rechaza la doctrina de primacía de los accionistas, para encontrar sostenibilidad en el largo plazo mediante la incorporación de los intereses de terceros distintos a los accionistas de la sociedad. Iniciativas como el Business Roundtable<sup>6</sup> procuran integrar al desarrollo social los intereses de los consumidores, los proveedores, los trabajadores, la comunidad y el retorno de los accionistas en el largo plazo<sup>7</sup>. Parece ser que la visión empresarial y social está cambiando, que la doctrina de primacía de los accionistas ha generado amplia insatisfacción y que resulta conveniente explorar nuevas opciones de gobierno corporativo.

En esa misma línea, se viene produciendo un cambio dramático hacia la incorporación del criterio Environmental, Social and Governance (en adelante, ESG) como enfoque de inversiones, en donde los fondos haciendo inversiones buscan medir y reportar factores ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo en las empresas en las cuales invierten (Palacios, 2021).

Estas nuevas tendencias parecieran ir más allá de la primacía de los accionistas o de velar por los intereses sociales para dar cada vez mayor importancia a intereses ajenos a la sociedad, como podría ser el impacto que tienen las empresas principalmente en el medio ambiente y en la sociedad. Esto resulta relevante, dado que, si los fondos de inversión incorporan estos criterios en sus políticas de inversión, el impacto sería inmediato en las em-

<sup>5</sup> En la misma línea, el Anteproyecto establece en el artículo 148 que

1. El director desempeña el cargo con la lealtad de un representante leal, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad, procurando evitar incurrir en conflicto de interés. [...]
3. Cada director tiene el mismo deber de lealtad para con la sociedad con independencia del accionista o accionistas con cuyo voto haya sido elegido. 4. La actuación del director no debe estar destinada a promover o defender los intereses de los accionistas que los eligieron o de las personas vinculadas a estos o al propio director (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2021).

<sup>6</sup> Véase Business Roundtable Corporation (2020).

<sup>7</sup> En ese sentido, Tim Cook, en una entrevista en The David Rubenstein Show, señaló que ellos “manejan Apple a largo plazo” (Bloomberg, 2018). Por otro lado, en una edición de la revista The Economist dedicada a Negocios, se señaló que Walmart, que encarnó la doctrina de la primacía de los accionistas, “acabó con una reputación de precios bajos para los consumidores y maltrato a los proveedores y trabajadores” (2020) [traducción libre]. Así, Walmart ha buscado limpiar esa imagen procurando defender otros intereses como podrían ser los de la comunidad gay y migrar hacia energías renovables. Walmart también acabó con la venta de municiones y armas luego de un tiroteo en una de sus tiendas y

presas invertidas, las cuales tendrían que adecuar sus modelos de gobierno corporativo para proteger intereses que van más allá del de los accionistas y de la sociedad, y asegurar que, al hacerlo, no vulneren las disposiciones de las leyes locales aplicables.

### 3. De la responsabilidad de los directores

La LGS establece ciertas responsabilidades para aquellos directores que no cumplan con el deber de lealtad y diligencia. Al respecto, el artículo 177 de la LGS establece que

**Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave [...]** (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro].

Si concluimos que, si un director adopta un acuerdo en beneficio de los accionistas, el cual vulnera los intereses de la sociedad, resulta contrario a lo establecido en el artículo 180 de la LGS, y, por ende, corresponde que dicho director responda en forma ilimitada y solidariamente ante la sociedad por los daños y perjuicios causados; entonces cualquiera que asume el rol de director en una sociedad debe estar seguro de contar con la asesoría legal adecuada para asesorarse ante este tipo de contingencias.

### B. Del comportamiento de los gerentes y los accionistas

Nótese que bajo la LGS no se exigen estándares de conducta a los gerentes, ni a los accionistas de la sociedad. De esta manera, ni el accionista ni el gerente deben a la sociedad un deber de lealtad ni de diligencia como el que resulta aplicable a los directores. En ese sentido, los accionistas sí pueden votar en junta general de accionistas para defender sus intereses propios, y en contra del interés social y de terceros sin perjuicio alguno.

En el caso de la gerencia, si bien no existe un estándar de conducta que resulte aplicable, la LGS establece en su artículo 190 que **“el gerente responde ante la sociedad, los accionistas y terceros, por los daños y perjuicios que ocasione por el incumplimiento de sus obligaciones, dolo, abuso de facultades y negligencia grave”** (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro]. En otras palabras, el gerente

no tiene un deber de lealtad ni de diligencia como parámetro de conducta para sus actividades y solo resulta responsable cuando la sociedad esté en capacidad de acreditar que incumplió sus obligaciones, abuso de sus facultades, o actuó con dolo o negligencia grave.

Para cubrir dicho vacío, el principio 24 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas extiende los deberes de diligencia, lealtad y reserva del directorio a los gerentes (2013). En ese sentido, el Anteproyecto, en su artículo 166, extiende a los gerentes los deberes de lealtad y diligencia aplicables a los directores (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2021).

## VI. PROBLEMÁTICA DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL

Las disposiciones de buen gobierno corporativo deben ajustarse a las necesidades del mercado y la industria. No cabe duda de que la implementación de prácticas y procedimientos que reflejen un buen gobierno corporativo son importantes para lograr la competitividad de la empresa en el sector, maximizar el potencial de la sociedad para alcanzar metas y objetivos trazados, incrementar la valorización de la sociedad, y acceder a fuentes de financiamiento en las mejores condiciones.

Como señalan algunos, en el mundo corporativo peruano, en donde no existe una clara diferencia entre la propiedad y el control, los principales problemas de agencia se manifiestan como problemas horizontales, en los que el énfasis parte por proteger a los accionistas minoritarios de los accionistas que controlan y administran las sociedades (Martínez Ortiz, 2014, p. 102). En el caso de *venture capital*, mientras las *startups* operen sin la presencia de una casa matriz en Delaware, vale la pena discutir un marco de buen gobierno corporativo que debiera incorporarse en documentos que vinculen a la sociedad y a los administradores con los demás accionistas. Creemos que la evaluación y maduración de la *startup* requerirá que las políticas de buen gobierno corporativo se vayan ajustando a medida que la *startup* va avanzando en la ruta del financiamiento y va levantando capital.

### A. Etapa de validación

Como suele ocurrir en este estadio, las inversiones individuales no son significativas y los inversionis-

procurando que el gobierno incremente el control en la venta de armas, todo ello en contra del *lobby* del National Rifle Association en USA (una de las asociaciones más poderosas de los Estados Unidos) (The Economist, 2020).

tas no tienen incentivos suficientes para dedicar tiempo a la supervisión de la administración de la *startup*. Los inversionistas suelen ser personas cercanas a los fundadores como amigos y familiares. Desde el punto de vista del gobierno corporativo, las principales complejidades son: (i) lograr el involucramiento de inversionistas en la gestión de la *startup*; (ii) que la sociedad mantenga debidamente informados a los inversionistas sobre la gestión de la sociedad; y (iii) la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios (inversionistas) ante los accionistas controladores y administradores (fundadores). En esta etapa, los problemas de agencia son principalmente horizontales y pueden ser atendidos mediante los siguientes mecanismos:

- (i) **Smart-money:** Al levantar financiamiento, la *startup* debe buscar un perfil de inversionista que desee involucrarse en el proceso de toma de decisiones o que traiga experiencia previa en la industria que se pudiera apalancar.
- (ii) **Acceso a información:** Que la *startup* tenga un sistema de reportería periódica entre inversionistas con los principales indicadores de la industria específica y demás información relevante del mercado para inversionistas.
- (iii) **Comité de gestión:** La *startup* debería contar con un comité de gestión con representación de los inversionistas, donde los fundadores puedan discutir los principales retos y acciones a tomar. Sería un espacio de retroalimentación de los inversionistas para los fundadores y, a su vez, un espacio informal donde los fundadores rendirán cuenta sobre sus acciones y decisiones a los inversionistas.
- (iv) **Código de conducta:** En la medida de que los fundadores continuarán desarrollando un negocio con dinero de terceros, es importante fortalecer sus deberes fiduciarios a fin de garantizar que también se adhieran a los deberes de conducta de diligencia y lealtad que resultan aplicables a los directores de la sociedad. De esta manera, se podrá mitigar potenciales situaciones de conflicto, en donde se privilegien los intereses de los fundadores controladores por encima de los ac-

cionistas minoritarios o inversionistas. Esto podría lograrse mediante la aprobación de un código de conducta de la *startup* al cual se adhieren los colaboradores y que los guíe en la gestión ordinaria de la sociedad.

## B. Etapa temprana

En la etapa previa a la entrada de fondos de *venture capital* en el capital social de la sociedad, advertimos la presencia de inversionistas ángeles e inversionistas capitalistas más sofisticados en la *startup*. También encontramos inversionistas corporativos que incrementan cada vez más su participación en la inversión en *startups*. Sobre la base de los montos financiados, aquel que lidere la ronda de inversión y para inversiones que pudieran resultar materiales (usualmente mayor a US\$ 500 000), vemos la exigencia de los inversionistas por participar en los directorios de la sociedad, o en su defecto, participar de manera más activa en el proceso de toma de decisiones de la *startup*.

Para aquellas *startups* que lleguen a esta etapa habiendo implementado las medidas de reportería y de rendición de cuentas a los inversionistas contempladas en la sección V.A, gran parte del trabajo estará completado. Sin embargo, el punto de mayor fricción pudiera ser la entrega de sitios en el directorio a los inversionistas.

En aquellos casos donde los inversionistas solicitan sitios en el directorio de la *startup*, advertimos que algunos emprendedores muestran preocupación por concederlos. Si bien los acuerdos en directorio se adoptan por mayoría, no se debe subestimar la influencia que pueden tener directores sofisticados. No debemos olvidar una dinámica particular en las *startups* y es que los inversionistas podrían estar en capacidad de financiarlas, y utilizar su disponibilidad de recursos para influenciar indebidamente la gestión para beneficio propio. Así, creemos que la preocupación tiene mérito en la medida que consideremos que esos directores designados por los inversionistas empujen agendas propias en perjuicio de la sociedad<sup>8</sup>.

Cada directorio tiene una dinámica especial. Es posible que un director con el conocimiento y las relaciones adecuadas influya en el proceso de toma de decisiones, al ser el directorio el lugar indicado

<sup>8</sup> Este es un problema que se repite en todas las industrias como podremos advertir de los casos de Disney y de inversionistas activistas que citamos a continuación:

**Caso Disney:** Cuenta Robert Iger que cuando asumió el cargo de CEO de Disney, las relaciones entre Disney y Pixar estaban muy deterioradas. La disputa, más que corporativa, era personal entre Steve Jobs (CEO de Pixar y Apple por aquel entonces) y Michael Eisner, por aquel entonces CEO de Disney. Cuando Iger asume el cargo de CEO de Disney en reemplazo de Eisner, acuerda con Steve Jobs la adquisición de Pixar por parte de Disney. Eisner se opuso firmemente a la adquisición alegando, entre otras cosas, que Steve Jobs tendría una influencia perjudicial en el directorio de Disney



para influir en la toma de decisiones de la sociedad sin asumir un rol gerencial.

Por ejemplo, en los Estados Unidos los inversionistas activistas, aun sin contar con mayoría en el directorio, designan directores sofisticados con un alto conocimiento de la industria y experiencia corporativa previa en el manejo de relaciones dentro del directorio (entre el directorio y los principales inversionistas, así como entre el directorio y la gerencia), para promover los cambios y mejoras estructurales necesarios, así como un equipo de trabajo que los respalda en el procesamiento de información antes de las sesiones de directorio (Walker, 2016, pp. 169 & 208), pudiendo estar mejor informados que otros directores que no cuentan con ese soporte para sustentar sus puntos de vista y convencer a los otros directores.

En cualquier caso, estamos a favor de la representación de inversionistas en los directorios, así como de terceros independientes. Sin perjuicio de ello, para evitar posibles interferencias perjudiciales de los inversionistas, sugerimos la implementación de las siguientes medidas:

- (i) **Reglamento del directorio:** Alineado con la recomendación del principio 18 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013), es recomendable contar con un reglamento de directorio que contenga las políticas y procedimientos de funcionamiento, de cumplimiento obligatorio, y que permita sancionar o reemplazar, mediante proceso expeditivos, a directores que incumplan con los deberes de diligencia y lealtad establecidos en la ley. Se tendrá que evaluar la posibilidad de que la sociedad también tome en consideración intereses de ter-

ceros, como es el caso de la incorporación de las ESG en el proceso de toma de decisiones.

- (ii) **Independencia de los directores:** Los directores designados por los inversionistas se encontrarán ante situaciones complejas, dado que, por un lado, los inversionistas que los designaron esperan que ellos protejan sus intereses en la *startup*, y por el otro, los deberes de diligencia y lealtad que la ley les impone no les permiten privilegiar los intereses de estos inversionistas. La situación más compleja que se presenta es cuando un inversionista designa como su representante en un directorio a uno de sus trabajadores. Evidentemente, aquel director designado, por su relación de dependencia con el inversionista, solo puede proteger, bajo los términos de su relación laboral, los intereses de su empleador. Queda claro el conflicto de interés que se produce en estos casos, por lo que siempre debe procurarse que los representantes de los inversionistas en el directorio sean, de preferencia, terceros ajenos a la organización del inversionista<sup>9</sup>. Lo ideal sería que los inversionistas pudieran designar a un tercero independiente que los pudiera representar en el directorio de la *startup* y así mitigar potenciales conflictos de interés.
- (iii) **De la función del directorio en una *startup*.** Creemos importante tener en cuenta que el directorio tiene que trabajar para el fundador, gerente general o CEO. Si bien la estrategia de la sociedad debe recaer en el directorio, es el fundador, gerente general o CEO quien se encuentra en la gestión ordinaria de la *startup*, en el día a día del negocio, tomando decisiones sobre la marcha para hacer

Así, aun cuando Eisner ya no era CEO ni director de Disney, seguía teniendo mucha influencia en las decisiones de Disney. La transacción se llevó a cabo y Steve Jobs, por aquel entonces uno de los empresarios más influyentes en el mundo, se convirtió en el mayor accionista de Disney y se le asignó un sitio en el directorio de Disney (los sitios en el directorio son preciados). La entrega de un solo sitio a Steve Jobs en un directorio de nueve directores de Disney bloqueó la fusión entre Pixar y Disney por 6,400 millones de dólares (Iger, 2019).

**Caso inversionistas activistas:** Cuando el directorio o los ejecutivos de las sociedades americanas tienen resultados deficientes, la sociedad podría convertirse en el objetivo de inversionistas activistas, quienes procurarán intervenir para obtener cambios estructurales o sitios en el directorio. Usualmente los cambios propuestos por los inversionistas activistas son la venta de negocios deficitarios, cambios en la compensación de los ejecutivos o en el gobierno corporativo, o el mejor uso de los recursos de la sociedad (como podrían ser el pago de dividendos y recompras de acciones). Luego de advertir un objetivo, el inversionista activista iniciará un proceso de compra de acciones de dicha sociedad, hasta llegar a obtener una participación del 5% aproximadamente. Habiendo obtenido dicha participación, promoverá la elección de su candidato al directorio de la sociedad, y cuando no es aceptado por la sociedad, inicia un proceso, donde el inversionista activista y el directorio de la sociedad procurarán obtener poderes de representación de otros accionistas para votar en representación de ellos en la junta general, y a favor de sus respectivos candidatos. Este proceso para obtener poderes de representación se llama *proxy fight*. Los inversionistas activistas hacen inversiones sustanciales para adquirir el 5% del capital social y luego llevar adelante el *proxy fight* con el solo objetivo de lograr que su director candidato sea designado miembro del directorio (Walker, 2016).

<sup>9</sup> En el caso de los fondos de *venture capital*, esta preocupación se mitiga, porque, si bien ellos también designan a funcionarios del fondo en los directorios de las *startups*, existe un riesgo reputacional de por medio para velar por los intereses de la *startup* y así continuar desplegando fondos en otras *startups*.

que la *startup* salga adelante con la ayuda de su equipo. Así, el éxito o fracaso de esta descansa en los hombros del fundador, gerente general o CEO. El directorio, por tanto, debe estar ahí para cuestionar, traer nuevos puntos de vista, pero ultimadamente lograr que el fundador, gerente general o CEO sea exitoso (y así consecuentemente la *startup* y los accionistas) (Feld & Ramsinghani, 2014, p. 160). En la medida que el fundador advierta que el directorio trabaja para él y que los directores reconozcan que trabajan para el fundador, las metas deberían estar alineadas e, indistintamente de quien designe al director, el directorio será la herramienta de gobierno corporativo ideal para que la sociedad cumpla con sus objetivos.

Poco se ha discutido sobre gobierno corporativo en las *startups* y si bien este trabajo no aspira a ser un análisis exhaustivo sobre las medidas de buen gobierno corporativo a ser implementadas en las mismas, pretendo que sea un punto de partida para continuar desarrollando las mejores prácticas y políticas que nos permitan ayudar a las *startups* peruanas a consolidarse en el país y continuar su crecimiento hacia otros mercados latinoamericanos. 📌

## REFERENCIAS

- Bloomberg (13 de junio de 2018). The David Rubenstein Show: Tim Cook [video]. <https://www.bloomberg.com/news/videos/2018-06-13/the-david-rubenstein-show-tim-cook-video>
- Business Roundtable Corporation (2020). *Statement on the Purpose of a Corporation*. <https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationOctober2020.pdf>
- Cole, T. (2019). *CEO Leadership: Navigating the New Era in Corporate Governance*. University of Chicago Press.
- Collier, P. (2018). *The Future of Capitalism: Facing the New Anxieties*. Harper.
- Crunchbase (2021). Glossary of Funding Types. <https://support.crunchbase.com/hc/en-us/articles/115010458467-Glossary-of-Funding-Types>
- Elías Laroza, E. (1998). *Ley General de Sociedades Comentada*. Normas Legales.
- Feld, B., & Ramsinghani, M. (2014). *Startup Boards: Getting the Most Out of your Board of Directors*. Wiley.
- Iger, R. (2019). *The Ride of a Lifetime: Lessons Learned from 15 Years as CEO of the Walt Disney Company*. Random House.
- Loncharich, I. (2005). En beneficios de todos Gobierno Corporativo. *Jurídica: Suplemento de análisis legal del Diario El Peruano*, (28).
- Martínez Ortiz, J. (2014). Gobierno corporativo en el Perú: contribución para re-enfocar el concepto. *Apuntes. Revista De Ciencias Sociales*, (56/57), 95-114. <https://doi.org/10.21678/apuntes.56/57.550>
- Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (2021). *Anteproyecto de la Ley General de Sociedades*. <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/1914635/Anteproyecto%20de%20la%20Ley%20General%20de%20Sociedades.pdf>
- O'Reilly, T. (2017). *WTF? What's the Future and Why It's Up to Us*. HarperCollins Publishers.
- Palacios, E. (2021). EGS toma un rol central en las inversiones de private equity. *Industria Legal*, (4), 16-17.
- Salas Sánchez, J. (2005). Las funciones del directorio y de la gerencia. *Jurídica: Suplemento de análisis legal del Diario El Peruano*, (28).
- The Economist (17 de septiembre de 2020). What is stakeholder capitalism?. <https://www.economist.com/business/2020/09/17/what-is-stakeholder-capitalism>
- Walker, O. (2016). *Barbarians in the Boardroom. Activist investors and the battle for control of the world's most powerful companies*. Pearson.

## LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

- Ley 26887, Ley General de Sociedades, *Diario El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).
- Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, 4 de noviembre de 2013 (Perú).