

# **Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías**

José Antonio Payet

Abogado, Master en Derecho Harvard Law School  
Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú

Sin lugar a dudas, uno de los temas más importantes y trascendentes en el sistema de buen gobierno corporativo, es el referido a la protección de las minorías, el mismo que ha alcanzado especial importancia en las normas que procura el Derecho de Sociedades y con mayor énfasis en aquellas referidas a las sociedades anónimas.

En el siguiente artículo, el autor reflexiona -sobre la base de algunos conceptos básicos del Derecho de Sociedades- el diseño de una estructura legal eficiente de protección de minorías que tenga como propósito la reducción de los costos de agencia, sin que ello implique afectar las características esenciales que le otorgan valor y utilidad en la actividad empresarial, a la figura de la sociedad anónima, En virtud de ello, propone privilegiar mecanismos de control *ex post* como las acciones de responsabilidad, así como el establecimiento de un régimen de responsabilidad más exigente con las infracciones al deber de lealtad.

A la luz de dichos planteamientos, revisa algunas disposiciones de nuestra legislación relacionadas con la protección de minorías y en base a ello propone modificaciones normativas que respondan a la realidad de los grupos societarios.

## I. Introducción

La cuestión del gobierno de las sociedades ha venido en los últimos tiempos a adquirir una notoriedad especial y a recibir una gran atención por parte de juristas, empresarios y autoridades. Todo ello se ha vuelto particularmente intenso luego de los escándalos corporativos de los últimos años, en especial el caso Enron. En este contexto, han surgido, o se han acentuado, las preocupaciones de los inversionistas, los reguladores y los gobiernos, por el manejo de las grandes empresas y la protección de sus accionistas y acreedores.<sup>1</sup> En los Estados Unidos a mediados de 2002 el Congreso aprobó la ley Sarbanes - Oxley mediante la cual se establecen nuevas obligaciones y responsabilidades de los administradores respecto de la información sobre las operaciones y la situación de la empresa y se dispone la regulación y supervisión gubernamental de las auditoras.<sup>2</sup> En la Unión

Europeo, en noviembre de 2002 el Comité de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades designado por la Comisión emitió un informe conteniendo recomendaciones para una profunda reforma del Derecho de Sociedades europeo.<sup>3</sup>

Este proceso no ha dejado de tener repercusiones en el Perú. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) y la Bolsa de Valores de Lima, así como otras organizaciones, han iniciado esfuerzos para promover las prácticas de buen gobierno corporativo en las empresas y se ha elaborado ya en nuestro país un Código de Buen Gobierno para las sociedades.<sup>4</sup> Adicionalmente, la Conasev ha hecho públicas varias propuestas de reforma de la legislación societaria y del mercado de valores, que a criterio de esta entidad serían necesarias o convenientes para la protección de los accionistas minoritarios.<sup>5</sup> Existen también numerosas propuestas en el Congreso de la República en ese sentido. El momento es oportuno, entonces, para reflexionar sobre el gobierno de las empresas y el Derecho de Sociedades.

Como lo señaló el Informe Cadbury hace ya más de diez años, «el gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades».<sup>6</sup> Esta definición permite constatar que el concepto de gobierno corporativo en sí no tiene mucho de novedoso. Se trata simplemente del conjunto de reglas e instituciones que determinan la forma como se conducen, dirigen y administran, las empresas. Este sistema existe, como es evidente, desde que surge la empresa moderna. De hecho, el gobierno de las empresas es, a fin de cuentas, el objeto del Derecho de Sociedades: la organización y el funcionamiento de las sociedades, las relaciones entre sus socios, entre éstos y los administradores, y las relaciones de la sociedad con sus acreedores y otros terceros interesados.

Con ello no pretendo sostener que existe identidad entre el Derecho de Sociedades y

<sup>1</sup> Ver, por ejemplo, los comentarios de Harvey L. Pitt, Chairman de la Securities and Exchange Commission en publicados el Diciembre 11, 2001 en el Wall Street Journal, bajo el título «How to prevent future Enrons».

<sup>2</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, 116 Stat. 745.

<sup>3</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruselas, 4 de noviembre de 2002.

El documento es conocido como Informe Winter debido a que el presidente de la Comisión de Expertos es el profesor Jaap Winter.

<sup>4</sup> Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, Lima, julio de 2002.

<sup>5</sup> Ver, Propuestas normativas orientadas a promover una mayor protección al inversionista carente de control empresario; Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las sociedades peruanas; y Proyecto de ley que incorpora la acción derivada en la ley del mercado de valores, publicados en la página web de Conasev ([www.conasev.gob.pe](http://www.conasev.gob.pe)).

<sup>6</sup> Informe del Comité sobre los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo, Reproducido en ESTEBAN VELASCO, Gaudencio (coordinador), El gobierno de las sociedades cotizadas, Marcial Pons, Madrid, 1999.

el gobierno corporativo. En verdad, éste último comprende aspectos que no son normas jurídicas – tales como los códigos de cumplimiento voluntario – o que resultan por completo externos a la sociedad – como las políticas crediticias de las instituciones financieras o las prácticas de los inversores institucionales en relación con las sociedades en las que invierten<sup>7</sup> Sin embargo, no puede soslayarse que el Derecho de Sociedades es parte – y una parte central – del sistema de gobierno corporativo y, por tanto, las tendencias en materia de éste último han de afectar necesariamente la evolución del primero. La finalidad que buscan las normas de buen gobierno corporativo con frecuencia será la misma que procura el Derecho de Sociedades.

En este artículo, quisiera reflexionar sobre algunos conceptos básicos que inspiran y dan racionalidad al Derecho de Sociedades y que sustentan el movimiento a favor de las prácticas de buen gobierno. Luego, a la luz de esos conceptos, quisiera pasar revista a la regulación de algunas de las instituciones del Derecho de Sociedades peruano inspiradas en la protección de accionistas minoritarios y la prevención de abusos contra las minorías en la sociedad anónima y a algunas propuestas que se vienen discutiendo sobre estos aspectos. Considero que es esencial que cualquier proceso de reforma normativa se realice con una clara visión de la realidad subyacente a la regulación y de los efectos que las normas propuestas pudieran tener. Creo importante, además, que se examine los avances sobre la materia en otras jurisdicciones, pues la simple constatación de la forma como ciertos problemas han sido solucionados en el Derecho comparado puede aliviar el temor a adoptar soluciones que pudieran parecer aventuradas o excesivamente originales que a veces afecta a algunos de nuestros juristas, legisladores y reguladores.

Es prácticamente un lugar común señalar que la sociedad anónima es el vehículo por excelencia de la actividad empresarial. La inmensa mayoría de las grandes empresas revisten esta forma jurídica. Sin embargo, más importante que la mera constatación de ese hecho es el análisis de cuáles son las características de la sociedad anónima que han determinado su utilización tan generalizada. La sociedad anónima es un producto jurídico que se ha impuesto en forma

abrumadora en el mercado. Los usuarios – en este caso los empresarios y los inversionistas – la han elegido frente a muchas otras formas de organización jurídica de la actividad empresarial. En este sentido, es esencial establecer dónde reside el valor o la utilidad de la sociedad anónima como cauce para la actividad empresarial. Sólo de esa manera las reformas que se puedan realizar con la finalidad de corregir imperfecciones o cubrir vacíos en la regulación no correrán el riesgo de afectar precisamente aquellas características en las que reside el valor de este tipo de estructura legal.

En este contexto, no debe perderse de vista que la sociedad anónima es una creación jurídica que sirve para la realización de la actividad empresarial. Allí reside su propósito y utilidad. Es por ello que toda propuesta de reforma debe serse extremadamente cuidadosa de no afectar precisamente ese valor, en busca de proteger otros intereses cuya satisfacción no es el fin primario de la sociedad. Al respecto, resulta aleccionadora la reflexión del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades de la Unión Europea en la introducción del Informe Winter, a propósito del proceso de armonización del Derecho de Sociedades en la Unión: «El satisfacer las necesidades de las empresas no ha sido una característica de este ejercicio de armonización. El ejercicio ha estado dirigido mayormente a establecer un nivel de protección adecuada – a lo largo de la Unión – para aquellos involucrados o afectados por los negocios de la compañía, en particular accionistas y acreedores, con miras a evitar una carrera al fondo entre los Estados Miembros...Al hacerlo, podemos haber perdido de vista lo que el Grupo cree que es el propósito principal del Derecho de Sociedades: proveer un marco legal para que aquellos que desean emprender actividades empresariales eficientemente, puedan hacerlo en la forma que consideren más adecuada para lograr el éxito.

El Derecho de Sociedades debe antes que todo facilitar la conducción de empresas eficientes y competitivas. Esto no significa ignorar que la protección de los accionistas y los acreedores es una parte integral de todo Derecho de Sociedades. Pero continuando, el Grupo considera que un eje importante de la política de la UE en materia de Derecho de Sociedades debe ser desarrollar e implementar mecanismos de derecho societario que incrementen la

<sup>7</sup> Ver, en general, el documento denominado *Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview*, publicado por el Banco Mundial en 1999.

eficiencia y competitividad de las empresas a lo largo de Europa».<sup>8</sup>

## II. Empresa, Sociedad Anónima y Derecho de Sociedades.

### Valor y utilidad de la sociedad anónima

Como lo ha señalado Robert Clark, la sociedad anónima permite facilitar enormemente la reunión de grandes capitales provenientes de numerosos inversionistas y organizar eficientemente empresas con muchos propietarios y empleados. La necesidad de los empresarios de captar fondos de muchos inversores para conformar los capitales requeridos para las grandes empresa, y la simultánea disposición (o necesidad) de inversores individuales e institucionales de colocar capitales en diferentes empresas con la finalidad de obtener un retorno adecuado sin involucrarse en la conducción del negocio, constituyen la principal fuerza que explica el desarrollo de la sociedad anónima. La sociedad anónima tiene valor en gran parte porque permite la existencia de una minoría pasiva, que confía sus capitales al controlador, pero no se involucra en la gestión. Clark sostiene que la sociedad anónima ha podido servir eficientemente a esta necesidad empresarial debido a cuatro características fundamentales: la responsabilidad limitada, la libre negociabilidad de las participaciones sociales, la personalidad jurídica y la administración centralizada.<sup>9</sup>

La personalidad jurídica y la atribución a la sociedad de la capacidad de contar con sus propios órganos de administración y, por ende, con una administración centralizada, son un elemento esencial, que hace posible la inversión en una empresa sin que el inversor tenga que involucrarse en la gestión. Como lo dice Clark, «el hecho más importante en el derecho de sociedades es que el poder de administrar es centralizado. Tradicionalmente, el directorio de la sociedad ha tenido la facultad de administrar los negocios de ésta».<sup>10</sup> Añade más adelante que «la función básica de la administración centralizada creada por el derecho de sociedades es facilitar la especialización de roles. Aunque es posible que haya ciertas superposiciones, los

inversionistas pueden dedicarse, pura y simplemente, a ser inversionistas, y los administradores dedicarse a ser sólo administradores»<sup>11</sup> En esta forma, la administración centralizada hace que puedan existir administradores profesionales, que se encarguen de gestionar una empresa de la que no son dueños, e inversionistas pasivos, que puedan participar en los riesgos y los beneficios de una empresa, sin involucrarse en su gestión.

Evidentemente, esta especialización de roles no sería posible sin la responsabilidad limitada y la libre negociación de las acciones. La responsabilidad limitada permite que un inversor adquiera una participación en una empresa arriesgando sólo la suma invertida, sin poner en riesgo la integridad de su patrimonio. Esto, a su vez, permite las inversiones pasivas. Si no hubiera responsabilidad limitada, difícilmente un inversor aceptaría someter todo su patrimonio al riesgo de la empresa sin involucrarse en la gestión o controlarla en forma cercana y directa. Asimismo, la responsabilidad limitada permite reducir el riesgo de las inversiones a través de la diversificación: sin responsabilidad limitada un inversor soportaría más riesgo mientras más empresas incorpore en su portafolio, al exponerse sin límite a las pérdidas de cada una de las sociedades emisoras<sup>12</sup> De esta manera, la responsabilidad limitada permite y promueve las inversiones pasivas. Por otro lado, la libre negociabilidad de las acciones incrementa también la disposición de un inversor a realizar una inversión pasiva. Al otorgar liquidez a la inversión, la libre transmisibilidad permite que, mediante la enajenación de sus acciones, un inversor tenga siempre la posibilidad de realizar o liquidar su inversión si lo considera conveniente por cualquier razón, incluso, por ejemplo, si considera que la administración de la sociedad no es adecuada. Por eso se dice que la regla de Wall Street es que los inversionistas «votan con los pies». Al no tener su inversión atada «de por vida» a los destinos de la empresa, el inversionista tiene menos razones para involucrarse en la gestión.

### Los problemas del modelo

Las características básicas de la sociedad anónima, que explican su valor y su utilidad

<sup>8</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November, 2002, págs. 29 – 30 (en adelante, citado como «Informe Winter sobre Sociedades»).

<sup>9</sup> CLARK, Robert, *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston, 1986, págs 1 – 2.

<sup>10</sup> CLARK, op. Cit. Pág. 21.

<sup>11</sup> CLARK, op. Cit. Pág. 24.

<sup>12</sup> Sobre la función económica de la responsabilidad limitada en las sociedades anónimas, ver EASTERBROOK, Frank H. Y FISHEL, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1991, págs. 40 – 52. Ver también FERRAN, Ellis, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Oxford, 1999, págs. 16 – 25.

como forma jurídica de la actividad empresarial, plantean también los principales problemas que aborda el Derecho de Sociedades. En particular, la responsabilidad limitada puede ser utilizada como un mecanismo para abusar o defraudar a los acreedores; la libre negociabilidad de las acciones puede dar lugar a engaños en la venta de valores o al uso indebido de información privilegiada; y la administración centralizada crea la posibilidad de que los administradores usen los bienes sociales en beneficio propio en lugar de maximizar el beneficio de la sociedad y sus accionistas.<sup>13</sup> En este contexto, con frecuencia se señala que el problema fundamental que debe resolver el Derecho de Sociedades es el de las consecuencias de la separación entre propiedad y control respecto de la relación entre accionistas y administradores.

La tesis de Bearle y Means sobre la separación entre propiedad y control en las grandes sociedades estadounidenses ha sido el eje fundamental alrededor del cual ha girado gran parte del debate sobre el rol del derecho de sociedades con relación a las empresas modernas. Como lo señalan Choper, Coffee y Gilson, «probablemente ningún tema relacionado con el rol o la legitimidad de la sociedad anónima abierta ha generado la misma controversia entre los economistas que la tesis de Bearle y Means, que postula que la difusión de la propiedad del accionariado ha dado lugar a una separación entre la propiedad y el control en virtud de la cual los administradores de la sociedad pueden procurar sus propios intereses en gran medida prescindiendo de cualquier limitación impuesta por los accionistas».<sup>14</sup> Para Bearle y Means, que escriben en los años 30, el crecimiento de una corporación moderna sólo era posible recurriendo al accionariado difundido. En tal sentido, estos autores observan que el acelerado desarrollo de las grandes empresas norteamericanas a principios del siglo pasado, vino acompañado por una cada vez mayor dispersión del accionariado. Conforme a la tesis de Bearle y Means, la dispersión del accionariado llevaba irremediablemente a la pérdida del control de los propietarios sobre las empresas y al surgimiento de un nuevo grupo de poder, conformado por los gerentes o administradores profesionales, cuyos intereses diferían de los de los accionistas.<sup>15</sup>

La separación entre propiedad y control trae consigo lo que los economistas han calificado como un problema de agencia. Como lo explica Michael Jensen, «una relación de agencia [es] un contrato bajo el cual una o más personas – los principales – contratan a otra persona – el agente – para que realice algún servicio en su beneficio que involucra delegar algún grado de discreción al agente. Si ambas partes de la relación buscan maximizar su beneficio personal, hay buenas razones para pensar que el agente no siempre actuará en el mejor interés del principal... Dado que la relación entre los accionistas y los administradores de una sociedad encaja en la definición de una relación pura de agencia, no debería causar sorpresa descubrir que los problemas asociados con la separación entre propiedad y control en las sociedades modernas de accionariado difundido estén íntimamente asociados con el problema general de agencia».<sup>16</sup>

Así, los conflictos de interés entre administradores y accionistas, la posibilidad de que aquellos, dada la discreción de que gozan, puedan utilizar los recursos sociales en su propio beneficio, y los remedios o soluciones que el derecho ofrece a esta problemática, constituyen un aspecto central del Derecho de Sociedades. Esta es, igualmente, la preocupación central del movimiento a favor de las buenas prácticas de gobierno corporativo. El reto, tanto para el Derecho de Sociedades, como para el movimiento a favor del buen gobierno corporativo en general, es hallar mecanismos que puedan solucionar estos conflictos sin afectar los elementos esenciales de la sociedad anónima, que son los que, en primer lugar, le han dado valor y utilidad para la actividad empresarial.

Uno de estos elementos fundamentales es la capacidad de los administradores o del accionista controlador de adoptar libremente las decisiones que considere más convenientes desde el punto de vistas empresarial. La capacidad de dirección de la mayoría es un elemento esencial en la configuración de la sociedad anónima que no puede ser trastocado sin afectar gravemente la utilidad de esta estructura jurídica. Es en este marco que debe enfocarse el tema de la protección de las minorías en las sociedades anónimas.

<sup>13</sup> CLARK, op. Cit. Págs. 32 – 34.

<sup>14</sup> CHOPER, Jesse, COFFEE, John y GILSON, Ronald, *Cases and Materials on Corporations*, Aspen Law & Business, New York, 2000, pág. 29.

<sup>15</sup> Ver, BECHT, Marco, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European Corporate Governance Network, 1997, págs. 17 y ss.

<sup>16</sup> JENSEN, Michael, *A Theory of the Firm*, Harvard University Press, Cambridge, 2000, págs. 85 – 86.

### III. Mayoría y minoría en la sociedad anónima

#### Los bloques de control

Aún en las grandes empresas y en las sociedades anónimas que podríamos denominar «abiertas», en nuestro país, uno difícilmente encontrará sociedades anónimas de accionariado disperso como aquellas que dieron origen a la tesis de Beartle y Means. Más bien, prevalece en las grandes empresas peruanas listadas una estructura con bloques accionariales de control, generalmente mayoritarios, con presencia de accionistas minoritarios. En este sentido, la realidad de las grandes empresas peruanas es más parecida al modelo europeo continental que al modelo anglosajón.

En 1999, Marco Becht y Alisa Roell publicaron los resultados de un estudio realizado respecto del tamaño de los mayores bloques de accionarios existentes en las compañías listadas en diversos países de Europa y en los Estados Unidos. Señalaron, al respecto: «El hecho que mas resalta respecto de los bloques accionariales en Europa es que son mucho mayores que en los Estados Unidos... En muchos países el tamaño promedio de los bloques accionarios en compañías listadas es de más de 50%, lo que sugiere que el control por parte de un tenedor de un bloque significativo es la regla en lugar de la excepción; y en ningún país europeo incluido en el estudio el bloque accionario promedio es inferior al 5% requerido para que sea obligatorio presentar información... Nótese, por ejemplo, que mientras que en los Estados Unidos en más del 50% de las compañías el bloque accionario principal es menor al 5% de las acciones, en Austria o Alemania prácticamente no existen tales compañías». <sup>17</sup> Un análisis de la estructura accionaria de las principales empresas peruanas listadas arrojaría probablemente niveles de concentración del accionariado similares a los más altos de los países de la muestra.

La constatación de la existencia de estos bloques ha llevado a muchos autores europeos a enfatizar la diferente dimensión que la problemática de los conflictos de interés y los costes de agencia tiene en las sociedades con

estructuras accionarias del tipo europeo-continental. Los mismos Becht y Roell afirman que: «La separación entre propiedad y control se manifiesta de una forma fundamentalmente diferente en Europa que en los E.U.A. Mientras que en los E.U.A. el principal problema de agencia parece originarse en los conflictos de interés entre los administradores y accionistas dispersos e insuficientemente intervencionistas, en gran parte de Europa continental hay generalmente accionistas tenedores de grandes bloques que pueden ejercer y ejercen control sobre la administración. En cambio, el principal conflicto de intereses potencial es entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios sin poder». <sup>18</sup>

#### Rol de la mayoría en la sociedad anónima

En los casos en los que existe uno o un grupo de accionistas que ejercen el control de la sociedad, los problemas clásicos de agencia en la sociedad anónima pueden disminuir, en la medida que existen propietarios que sí participan activamente en la gestión o que la supervisan cercanamente. Sin embargo, surge también una dimensión adicional, consistente en los potenciales conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios o de control y accionistas minoritarios o externos al bloque de control. El accionista mayoritario o controlador puede asumir un rol similar al del administrador con relación al accionista minoritario: producto de la aplicación de la regla de las mayorías en la sociedad anónima, tiene - directamente o a través de la administración que ha designado - la capacidad de tomar decisiones sobre el uso de los recursos sociales que, a fin de cuentas, pertenecen también a los accionistas externos. Como dice Galgano: «Regla básica del ordenamiento interno de la sociedad por acciones es el principio de la mayoría, pues los socios deciden, reunidos en asamblea, por mayoría de votos ... y las decisiones tomadas por la mayoría obligan a todos los socios, aun cuando no hayan intervenido o sean disidentes». <sup>19</sup> Señala, además, que «aquí se impone un principio plutocrático, por el cual el gobierno o, como se suele decir, el control de la sociedad corresponde al socio o a los socios que posean una mayor cuota de capital social». <sup>20</sup>

<sup>17</sup> BECHT, Marco y ROELL, Alisa, Blockholdings in Europe: An international comparison, *European Economic Review* 43 (1999), pág. 1050.

<sup>18</sup> BECHT y ROELL, op. Cit.. 1051-1052. Ver igualmente VAN DER ELST, Christoph, *Economic Analysis of Corporate Law in Europe: an introduction*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2002, págs. 11 - 15.

<sup>19</sup> GALGANO, Francesco, *Derecho Comercial*, Temis, Bogotá, Tomo II, pág. 228.

<sup>20</sup> GALGANO, op. Cit. Tomo II, pág. 228.

La existencia de bloques accionarios de control implica una distinta vocación y un distinto interés de los accionistas al interior de la sociedad y un aspecto que es estructural en la configuración de los poderes al interior de la sociedad. Enseña Galgano: «Según el modelo ideal, pero ahistórico, de sociedad por acciones, la mayoría de la asamblea debería ser hija del acaso, esto es, de los mudables e imprevisibles resultados del debate de la asamblea y de la labor de persuasión recíproca ejercida por cada socio en relación con los demás. Este modelo, que corresponde al ideal y que todavía se emplea para describir la sociedad por acciones, no tiene comprobación en la realidad histórica de este tipo de sociedad. Mayoría y minoría se presentan, en ella, como entidades relativamente estáticas, en las cuales no hay, en los casos que ocurren normalmente, posibilidad de intercambio ... Las volteadas de la mayoría son, naturalmente, posibles; pero lo son cuando se verifican acontecimientos que hacen historia en la vida de una sociedad por acciones... Esta rígida contraposición tiene razones precisas, a saber: la distinción entre la mayoría y la minoría no es, en la sociedad por acciones, una distinción sólo cuantitativa, o sea basada en el hecho en sí de la mayor o menor cantidad de acciones poseídas; ella es – y es, antes que todo, preliminarmente – una distinción cualitativa; una distinción que se funda sobre la diversidad de función a que está destinada la posesión de acciones de mayoría o de acciones de minoría. El lenguaje económico subraya esta diversa función con el uso de una terminología distinta para indicar a los accionistas de mayoría y a los de minoría; entonces se habla de los primeros como del «capital de mando» o de «dirección y control» de la sociedad...; cuando se habla de los otros se habla hace referencia al «capital de ahorro» o al «capital monetario».

La posesión de las acciones esta siempre, en la realidad económica, preordenada a una u otra función, pues quien suscribe acciones, en el momento de constitución de la sociedad, o adquiere acciones de una sociedad ya constituida, lo hace, o para ejercer por sí solo o de acuerdo con otros, el dominio de la sociedad, o también lo hace con el solo fin de efectuar una inversión de dinero... De aquí una terminología que desde un tiempo a esta parte ha invadido inclusive el lenguaje de los juristas, pues estos ya hablan de accionistas de mayoría como de accionistas empresariales y de los accionistas de minoría como de accionistas ahorradores»<sup>21</sup>

En este sentido, el accionista minoritario que realiza una inversión pasiva en una sociedad que cuenta con un bloque de control claramente definido, delega la administración de su inversión en el accionista de control, el cual, para estos efectos, resulta prácticamente indistinguible de la administración de la sociedad. El accionista pasivo no invierte para integrarse al grupo de control ni para sustituirlo. Invierte - con vocación de inversionista, no de controlador - para obtener una rentabilidad adecuada de su inversión, confiando en la buena gestión a cargo del grupo de control.

**Al igual que la administración centralizada o la responsabilidad limitada, la atribución de los derechos de voto a los accionistas en proporción a su participación en el capital y la aplicación del principio de las mayorías para la adopción de decisiones tienen una clara racionalidad económica y sirven para explicar la utilidad de la sociedad anónima como vehículo para la actividad empresarial. Easterbrook y Fischel enseñan que «En las sociedades existen las votaciones porque alguien tiene que tener el poder residual para actuar (o delegar) cuando los contratos no son completos». El contrato de sociedad es un «contrato incompleto» porque los fundadores no puede prever en el pacto social todos los asuntos y materias que se presentarán en el futuro y sobre los cuáles deberá adoptarse una decisión. En este tipo de contratos, es necesario establecer un mecanismo que permita que en el futuro, en función de las circunstancias, se tomen las decisiones necesarias para llevar adelante la empresa o negocio de que se trate.**

Estos autores observan que el derecho a adoptar esas decisiones podría corresponder a diversas categorías de sujetos: accionistas, acreedores, administradores, empleados, etc. El hecho de que la ley atribuya los derechos de voto a los accionistas se debe a que, teniendo los derechos residuales sobre los activos de la sociedad, los accionistas tienen los incentivos adecuados para adoptar las decisiones que maximicen el valor de la empresa. En este sentido, explican que «Como titulares de los derechos residuales, los accionistas tienen los incentivos apropiados (no obstante los problemas de acción colectiva) para tomar decisiones discrecionales. La firma

<sup>21</sup> GALGANO, op. Cit., Tomo II, Pag. 231-232.

deberá invertir en nuevos productos, plantas, etc. hasta que los beneficios y los costos marginales sean iguales. Sin embargo, de todos los actores, sólo los accionistas tienen los incentivos apropiados. Aquellos con derechos fijos sobre los flujos reciben sólo un pequeño beneficio (en mayor seguridad) del inicio de un nuevo proyecto. Los accionistas reciben la mayor parte de las ganancias marginales e incurrir en la mayor parte de los costos marginales. Por tanto, tienen los incentivos adecuados para ejercer los poderes discrecionales». <sup>22</sup>

Es claro que son los accionistas quienes, a final de cuentas, deben tener los derechos de voto en la sociedad. Pero hipotéticamente, la ley podría abandonar el principio de la mayoría y requerir la aceptación de todos estos accionistas para que se adopte una decisión. Esta opción – que, por lo demás, la ley recoge en ciertos casos – podría llevar al inmovilismo y a la extorsión. La regla de la mayoría tiene una clara racionalidad económica, pues evita el problema de extorsión que ocurriría en caso de requerirse unanimidad para la adopción de las decisiones en la sociedad. En esta situación, bastaría que el propietario de una acción se oponga a una determinada operación para que esta no pueda llevarse adelante aunque fuera beneficiosa para todos. El accionista disidente podría exigir el pago de una prestación desmesurada a cambio de su voto, el que los demás tendrían que pagar en la medida que el beneficio de la operación fuera mayor.

Así, pues, desde el punto de vista de la utilidad de la sociedad anónima como vehículo para la empresa, la existencia de un bloque de accionistas mayoritarios y la atribución a éste de la capacidad de adoptar las decisiones necesarias para la conducción de la sociedad resulta perfectamente racional. A la misma vez, sin embargo, esta realidad hace surgir los problemas de agencia que la literatura clásica analiza a propósito de la separación entre propiedad y control.

El accionista minoritario es propietario, pero no controla; y, a propósito de éste y de su relación con el bloque de control se presentan problemas similares a los que existen en la relación entre accionistas dispersos y administradores en las grandes sociedades de accionariado. Por ello, las soluciones que la legislación dé a este conflicto potencial deben

ser análogas a las empleadas para resolver el conflicto de intereses entre accionistas dispersos y administradores.

## IV. Ejes fundamentales de solución del conflicto de intereses en la sociedad anónima

En un reciente artículo, Cándido Paz-Ares subraya la importancia del conflicto mayoría-minoría en las sociedades de los países de Europa continental y América Latina y observa que la falta de protección adecuada del inversor puede ser un factor central para explicar la falta de desarrollo de nuestros mercados de capitales. Al respecto, sin embargo, nos interesa especialmente destacar aquí la invocación que este autor realiza respecto de la reforma del Derecho de Sociedades: «Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Nuestra doctrina mercantilista ... apuesta resueltamente por una filosofía regulatoria: por reglamentar minuciosamente la organización de la sociedad, por estructurar rígidamente sus procesos de decisión, por acentuar su ya marcado carácter imperativo y, en definitiva, por volver a la ortodoxia de nuestra sagrada tradición, que habríamos abandonado con experimentos liberales como el Código Olivencia. No se trata de que la Ley de Sociedades Anónimas prescriba el número de consejeros independientes, que disponga si el primer ejecutivo puede o no presidir el Consejo de Administración no que tome partido sobre si debe haber una comisión de auditoría de esta o aquella naturaleza. Estas medidas, insisto, hacen peligrar la evolución y dificultan la adaptación. Lo que hace falta es justamente lo contrario: flexibilizar el Derecho de Sociedades, simplificarlo, desformalizarlo. Frente a un Derecho de Sociedades mecánico, abogo por un Derecho de Sociedades Reflexivo» <sup>23</sup>

En esta sección quiero reflexionar sobre algunos conceptos que, a mi criterio resultan fundamentales para diseñar una estructura legal de protección de minorías que sirva para el propósito que se desea – reducir los costos de agencia – pero que a la misma vez no afecte las características de la sociedad anónima que son las que en primer lugar le dan valor como vehículo jurídico de la

<sup>22</sup> EASTERBROOK y FISHEL, op. Cit., págs. 67-68.

<sup>23</sup> PAZ-ARES, Cándido, La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades, Ius et Veritas N° 24, pág. 147.

empresa. A la luz de estos conceptos revisaré algunas disposiciones de nuestra legislación relacionada con la protección de los accionistas minoritarios. Mi conclusión es que, aunque en algunos aspectos el tratamiento que nuestra Ley General de Sociedades es acertado, existen también disposiciones altamente inconvenientes, que deberían ser modificadas, y lagunas importantes, que deben ser cubiertas.

#### 4.1. Reconocer el valor de los contratos.

Para un sector muy importante de autores, la dimensión contractual de la sociedad anónima hace que gran parte de los conflictos de interés en ésta puedan ser solucionados a través de mecanismos contractuales. Michael Jensen escribe que «La sociedad anónima abierta es el nexo para un conjunto complejo de contratos voluntarios entre clientes, trabajadores, administradores, y los proveedores de materiales, capital y asunción del riesgo. Esto significa que las partes no contratan bilateralmente entre sí, sino unilateralmente con la ficción legal llamada «sociedad», simplificando enormemente de esta forma el proceso de contratación. Los derechos de las partes que interactúan son determinados por la ley, los estatutos y los contratos expresos y tácitos con cada individuo».<sup>24</sup> Más adelante, añaden los mismos autores: «Las relaciones contractuales son la esencia de la firma, no solo con los empleados, sino también con los proveedores, clientes, acreedores, etc. El problema de costos de agencia y de monitoreo existe para todos estos contratos.»<sup>25</sup>

La dimensión contractual de la sociedad anónima permite percibir la importancia que las soluciones libremente negociadas por las partes pueden tener para solucionar tanto los conflictos entre accionistas y administradores como los que existen entre accionistas pasivos y accionistas controladores. Desde un punto de vista dinámico, donde las sociedades operan en mercados eficientes, dejar en libertad a las partes para negociar libremente los términos de sus relaciones jurídicas dentro y alrededor de la sociedad llevará al mejor resultado. Es cierto que un accionista pasivo no negocia los términos del pacto social o del estatuto antes de comprar una acción. Sin embargo, las sociedades que no ofrecen el nivel de protección jurídica adecuado serán

penalizadas por el mercado por lo que al final las empresas ofrecerán igual el nivel óptimo de protección jurídica. Señalan, en este sentido, Easterbrook y Fishel: «Los empresarios y administradores, al igual que cualquier otro inversionista, tienen el incentivo para, en aras de su propio interés, buscar los mecanismos más adecuados para maximizar las utilidades netas. Si no lo hacen, pagarán por sus errores porque recibirán menores precios por los valores que emita la sociedad. Cualquier firma individual puede desviarse de las medidas óptimas. A lo largo de las décadas y de miles de empresas, emergen tendencias. Las empresas que toman las decisiones que los inversionistas prefieren prosperarán por sobre las demás. Debido a que estas decisiones no imponen costos sobre terceros ajenos a los contratos, lo que es óptimo para las empresas y los inversionistas es óptimo para la sociedad».<sup>26</sup>

Desde este punto de vista, el Derecho de Sociedades debe servir como un marco para que, a través de la libre negociación entre las partes y de la fluida operación de los mercados de valores, se alcance el nivel óptimo de protección jurídica. En este sentido, a la pregunta de por qué existe Derecho de Sociedades, Easterbrook y Fishel responden: «La respuesta corta pero no totalmente satisfactoria es que el Derecho de Sociedades es un conjunto de términos estándar disponibles de forma que las partes del contrato de sociedad puedan disminuir los costos de contratación.»<sup>27</sup> Más adelante añaden que la razón por la que estos «términos estándar» son provistos a través de la ley y no de un agente privado es debido a que el sistema de cortes, propio del common law, tiene la ventaja comparativa de poder dar solución ex post a problemas complejos que hubiera sido muy difícil o muy costoso predecir y solucionar desde el primer momento.

La visión contractual sobre la sociedad anónima proporciona sin duda una guía muy útil en el diseño de mecanismos legales para solucionar los conflictos entre accionistas controladores y accionistas pasivos en la sociedad anónima. Si bien ciertamente existen fallos de mercado que pueden justificar una intervención legal de carácter imperativo – un caso clásico es la obligación de informar que inspira la regulación del mercado de valores – también es cierto que cuando los mercados

<sup>24</sup> JENSEN, op. Cit., pág. 1.

<sup>25</sup> JENSEN, op. Cit., pág. 88.

<sup>26</sup> EASTERBROOK y FISCHER, op. Cit. Págs 6 - 7.

<sup>27</sup> EASTERBROOK y FISCHER, op. Cit. Pág. 34.

son eficientes constituyen mecanismos que llevan a las empresas y a quienes las controlan a ofrecer los productos que los inversores prefieren, incluyendo, naturalmente, un adecuado nivel de protección jurídica y buen gobierno corporativo. La preferencia de los inversores

por las empresas que emplean buenas prácticas de gobierno corporativo no sólo en los países más desarrollados, sino también en regiones como América Latina, es significativa. Así, de acuerdo con una encuesta entre inversionistas institucionales efectuada por McKinsey & Company en 2000, tres cuartas partes de los encuestados dijeron que las prácticas de buen gobierno eran al menos tan importantes como la performance financiera al momento de decidir una inversión, y más del 80% de los encuestados dijeron que pagarían más por las acciones de una compañía con buenas prácticas de gobierno corporativo.<sup>28</sup>

En este sentido, aunque parece exagerado recusar toda forma de legislación imperativa en el Derecho de Sociedades, no debe soslayarse la importancia que la libertad contractual y la operación de los mercados tiene para solucionar estos problemas. Como dice Ferran: «Uno de los aspectos más valiosos de la teoría contractual es que pone el reflector firmemente sobre la necesidad de justificar las normas imperativas en el derecho de sociedades, de manera de asegurar que las empresas que adoptan la forma societaria no resulten sujetas a regulación que no produzca resultados económicos beneficiosos medidos en términos de eficiencia o de cualquier otro criterio».<sup>29</sup>

Desde este punto de vista, hay que destacar la opción legislativa consagrada en el artículo 8 de nuestra Ley General de Sociedades respecto del reconocimiento de la validez y la eficacia frente a la sociedad de los pactos entre accionistas.<sup>30</sup> Claramente la intención de la norma es contribuir a que los contratos se cumplan y, por tanto, a reducir los costos de transacción. Sin embargo, se debe reconocer las dificultades de interpretación y aplicación de esta regla, a la luz del principio de relatividad de los efectos de los contratos.<sup>31</sup>

Adicionalmente, hay que tener presente que, hasta donde tengo conocimiento, el artículo 8 de la Ley General de Sociedades carece de precedentes en el en Derecho Comparado<sup>32</sup>, lo que dificulta el entendimiento cabal de sus alcances.

Sin duda hubiera resultado más acorde con la naturaleza contractual de los convenios de accionistas establecer a nivel legal una disposición que permita que en el estatuto se establezca o pacte el efecto vinculante respecto de la sociedad de los convenios entre socios. De otro lado, la ley ha obviado el necesario componente de publicidad que deben tener estos pactos notificados a la empresa, pues la referencia a su registro en la matrícula contenida en el artículo 92 es manifiestamente insuficiente.

## **4.2. Proteger el juicio de negocios de la administración y la sancionar estrictamente la deslealtad.**

### **a. Contenido de los deberes de diligencia y lealtad.**

Como se ha visto anteriormente, gran parte del valor de la sociedad anónima como mecanismo jurídico para la empresa reside en que ofrece a los inversionistas la posibilidad de colocar capitales participan en los riesgos y beneficios de la empresa, sin tener que involucrarse en la gestión. Sin embargo, ésta misma característica genera problemas de agencia cuya solución constituye uno de los principales fines del Derecho de Sociedades.

Cándido Paz Ares explica que la definición legal de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores y la imposición de responsabilidad en caso de incumplimiento, actúa como un mecanismo disuasivo de conductas que se aparten del interés de los accionistas y correctivo de los costos de agencia. Señala Paz Ares: «El régimen de responsabilidad reduce esos costos de transacción – costes de agencia – alineando los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas. La amenaza de tener que reparar o indemnizar los daños que ocasionen sus comportamientos incorrectos –

<sup>28</sup> MC KINSEY & COMPANY, Investor Opinion Survey, June 2000.

<sup>29</sup> FERRAN, Eilís, op. Cit. Pág. 11.

<sup>30</sup> Ley General de Sociedades, artículo 8.- «Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados».

<sup>31</sup> Código Civil, artículo 1663: «Los contratos sólo producen efectos entre las partes que los otorgan y sus herederos, salvo en cuanto a éstos si se trata de derechos y obligaciones no transmisibles».

<sup>32</sup> Ver, PEREZ MORIONES, Aránzazu, Los Sindicatos de Voto para la Junta General de Sociedad Anónima, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996.

sus incumplimientos contractuales – sirve, en efecto,, de mecanismo disuasorio para que los administradores gestionen la empresa de acuerdo con el interés de sus dueños». <sup>33</sup>

Paz Ares advierte, sin embargo, que de ello no se debe concluir que mientras más rigurosas sean las normas en materia de deberes fiduciarios y responsabilidad, mayor será el beneficio de la sociedad y de los accionistas. Para Paz Ares la severidad de la regla y la magnitud de la responsabilidad debe ser diferente para deber de diligencia y para el deber de lealtad. En el caso del deber de diligencia, una regla de responsabilidad excesivamente severa tiene una alta probabilidad de conducir a un resultado indeseado por los propios accionistas. En primer lugar, puede ahuyentar a los administradores más capaces o hacer que éstos exijan mayores retribuciones por aceptar el encargo, y el riesgo legal que significa. Igualmente, una regla de este tipo puede generar «sobrecumplimiento», en el sentido que buscando evitar una posible responsabilidad los administradores dejen de asumir incluso riesgos empresariales razonables. Además, existe una clara ventaja relativa de los administradores por encima de los jueces para decidir cuándo una determinada decisión o conducta es razonable desde el punto de vista empresarial, por lo que la revisión judicial de estas decisiones resulta inconveniente.

Finalmente, los administradores no tienen en efecto un gran incentivo para ser negligentes, pues normalmente no ganan nada con ello. En cambio, Paz Ares recomienda la máxima severidad para las violaciones al deber de lealtad debido a que los incentivos de los administradores para apoderarse de los recursos sociales a través de este tipo de conductas son claros, a la vez que las sociedades no disponen de mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad para solucionarlos. <sup>34</sup> En resumen, «el régimen de responsabilidad ha de estructurarse de modo que sea tan severo con el fraude (conductas dolosas) como indulgente con la negligencia (conductas culposas)». <sup>35</sup>

La solución recomendada por Paz-Ares coincide con el tratamiento de la materia en el Derecho anglosajón. En el Derecho norteamericano, la denominada *business judgement rule* importa el respeto por los tribunales a las decisiones adoptadas de buena fe por los administradores en materias de su competencia. En este sentido, conforme a los *Principles of Corporate Governance* del *American Law Institute*: «Un director o funcionario que hace un juicio de buena fe cumple con sus deberes [de cuidado] bajo esta sección si el director o funcionario: (1) no tiene interés [personal, directo o indirecto] en el tema objeto de la decisión; (2) se ha informado con respecto al tema objeto de la decisión en la medida que el director o funcionario considera razonablemente apropiado bajo las circunstancias; y (3) considera racionalmente que la decisión adoptada es en el mejor interés de la sociedad. Una persona que cuestiona la conducta de un director o funcionario bajo esta sección tiene la carga de probar el incumplimiento al deber de cuidado.» <sup>36</sup>

Esta regla evidencia una política de las cortes en el sentido no entrometerse en las decisiones empresariales de los órganos societarios, salvo que exista una conducta fraudulenta: «Las cortes no controlarán las políticas o métodos de negocios de una sociedad, aunque una política distinta pudiera parecer más sabia o que los negocios serían más exitosos bajo otros métodos». <sup>37</sup> La franquicia otorgada por la *business judgement rule* desaparece completamente cuando la decisión es adoptada por directores interesados. Señalan los *Principles of Corporate Governance* del *American Law Institute* que un director cumple con su deber de lealtad sólo si existe revelación del conflicto de intereses al órgano societario relevante y «la transacción es justa para la sociedad» o la transacción es aprobada o ratificada por una mayoría de directores independientes. En caso que la transacción no haya sido aprobada o ratificada por directores independientes, corresponde al director o funcionario probar que los términos de la operación son justos para la sociedad. <sup>38</sup> Un principio similar ha regido tradicionalmente

<sup>33</sup> PAZ ARES, Cándido, *Deberes Fiduciarios y Responsabilidad de los Administradores*, conferencia presentada en The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, 8 – 10 de abril de 2002, en Ciudad de Méjico (en adelante citado como «Deberes Fiduciarios»), pág. 3.

<sup>34</sup> PAZ ARES, op. Cit., págs. 7 – 8.

<sup>35</sup> PAZ ARES, *Deberes Fiduciarios*, pág. 3.

<sup>36</sup> Citado por CHOPER, COFFEE y GILSON, op. Cit., págs. 106 – 107.

<sup>37</sup> Ver, *Shesky v. Wrigley*, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E.2d 776 (1968) citado en CHOPER, COFFEE y GILSON, op. Cit. Pág. 77.

<sup>38</sup> Citado por CHOPER, COFFEE y GILSON, op. Cit., págs. 122 – 123.

en el derecho inglés, y si bien existe alguna tendencia hacia reforzar los deberes de diligencia de los directores, a criterio de la doctrina más autorizada ésta difícilmente implicará una intromisión de las cortes en decisiones de negocios adoptadas de buena fe por los funcionarios de las empresas.<sup>39</sup> Tal como lo explica Paz Ares, la severidad con el fraude – la apropiación de los recursos sociales por los administradores – y la indulgencia con la negligencia – las equivocaciones cometidas de buena fe por los administradores – es el medio más idóneo para remediar los costos de agencia. La revisión judicial de la idoneidad de las decisiones de los administradores desde el punto de vista empresarial, en ausencia de fraude o conflicto de intereses, conduce claramente a un resultado inconveniente. Los jueces no son empresarios y normalmente no estarán capacitados para juzgar lo acertado de las decisiones empresariales. Es enteramente correcta la conclusión de Fleisher en el sentido que «los jueces sólo deben interferir en las decisiones empresariales con mucha cautela, por lo que harían bien en no asumir el papel de grandes empresarios».<sup>40</sup>

## **b. La configuración de los deberes de diligencia y lealtad en la Ley General de Sociedades**

Utilizando la terminología tradicional del Código de Comercio, la Ley General de Sociedades establece los deberes de diligencia y lealtad de los administradores señalando que «los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal». Como enseña Joaquín Garrigues, «Esta diligencia se tipifica en la ley recurriendo por una parte al concepto de «comerciante ordenado», en sustitución del buen padre de familia, que es el prototipo de la diligencia civil... Y por otra parte, recurriendo al concepto de «representante leal», aludiendo así a un deber de fidelidad que impone al administrador la defensa de los intereses de la sociedad que él representa, anteponiendo esos intereses a los suyos personales».<sup>41</sup>

En este contexto, debe reconocerse el acertado tratamiento que respecto a la responsabilidad de los directores por violación del deber de diligencia tiene el artículo 177 de nuestra Ley General de Sociedades, al señalar que éstos no responden por los daños causados por culpa leve, sino sólo por los causados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. A través de la exclusión de la responsabilidad por culpa leve, la ley logra dos resultados. En primer lugar, evita la aplicación de la presunción de culpa que consagra el Código Civil, de manera que quien quiera hacer responsables a los miembros del directorio deberá probar la violación del deber de cuidado.<sup>42</sup> En segundo lugar, hace que no baste una diferente percepción de juez sobre lo que resulta conveniente o inconveniente para la sociedad para imponer responsabilidad sobre el funcionario. Será necesario acreditar un grueso error, un claro apartamiento de los más elementales criterios de razonabilidad en los negocios: «no prever o no evitar lo que cualquier persona mínimamente cuidadosa hubiera previsto y evitado».<sup>43</sup> De esta forma, no será responsable el administrador por el sólo hecho de que el juez, u otra persona, pudiera pensar que los negocios debieron haberse conducido de una manera diferente. Lo será sólo si prácticamente nadie en su sano juicio hubiera adoptado la decisión que tomó el administrador. En consecuencia, el juicio de negocios de la administración queda protegido de una revisión judicial excesiva. Es igualmente acertada, a mi criterio, la forma como la Ley General de Sociedades a definido el deber de lealtad de los administradores. Luego de la enunciación del deber general de actuar como un representante leal – que trae a colación los deberes del mandatario mercantil – la ley incluye luego (evidentemente, sin carácter limitativo) obligaciones específicas en las que ese deber general se concreta. Así, la ley establece:

- Un deber de independencia, que hace énfasis en el hecho que los deberes fiduciarios se tienen respecto de la sociedad y de todos sus accionistas y no de los accionistas con cuyos votos fue designado el administrador.<sup>44</sup>

<sup>39</sup> DAVIES, Paul L, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 1997, págs. 640 y siguientes.

<sup>40</sup> FLEISHER, Holger, *La Business Judgement Rule a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho*, Revista de Derecho Mercantil N° 246, pág. 1733.

<sup>41</sup> GARRIGUES, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, Editorial Porrúa, Méjico, 1993, Tomo I, pág. 488.

<sup>42</sup> Código Civil, artículo 1329: «Se presume que la inejecución de la obligación, o su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso, obedece a culpa leve del deudor».

<sup>43</sup> PRIETO, Pantaleón, voz «Culpa», *Enciclopedia Jurídica Básica*, Editorial Civitas, Madrid, 1995.

<sup>44</sup> Ley General de Sociedades, artículo 173.- «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 puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron».

Un deber de reserva, que obliga al director a no revelar la información sobre los negocios sociales a la que haya accedido por sus funciones.<sup>45</sup> En las sociedades que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, a esta obligación se superponen las disposiciones mucho más estrictas en materia de uso indebido de información privilegiada contenidas en la Ley del Mercado de Valores.<sup>46</sup>

- La prohibición de que los directores adopten acuerdos que cautelen sus propios intereses o los de terceros relacionados, y no el interés social.<sup>47</sup>

- La prohibición de que los directores usen en beneficio propio o de terceros las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento por razón de su cargo.<sup>48</sup>

- La prohibición de que los directores participen por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad sin el consentimiento expreso de ésta.<sup>49</sup>

- La obligación de los directores que tengan interés en un asunto de informarlo a la sociedad y de abstenerse de participar en la deliberación y votación de dicho asunto en el directorio.<sup>50</sup>

- La prohibición de que los directores y ciertas personas vinculadas a ellos celebren contratos con la sociedad, salvo que se trate de aquellos que la sociedad normalmente celebra con terceros y que se concierten en condiciones de mercado o que sean aprobados por el directorio con el voto favorable de dos tercios de sus miembros.<sup>51</sup>

Asimismo, al establecer los impedimentos para ser director, la ley dispone que no pueden formar parte del directorio de una sociedad personas que se encuentren en una situación de conflicto de intereses permanente o relativamente prologada respecto de ésta, incluyendo:

- Los funcionarios y servidores de entidades públicas cuyas funciones estuvieran directamente vinculadas al sector económico

en el que la sociedad desarrolla su actividad empresarial.<sup>52</sup>

- Los que tengan pleito pendiente con la sociedad en calidad de demandantes o estén sujetos a acción social de responsabilidad.<sup>53</sup>

- Los que sean administradores o representantes de sociedades que tengan en forma permanente intereses opuestos a los de la sociedad o que personalmente tengan con ella oposición permanente.<sup>54</sup>

A mi criterio, la configuración del deber de lealtad en la Ley General de Sociedades es acertada. La ley establece en forma general el deber de anteponer los intereses sociales a los propios actuando como un representante leal, y luego realiza un tratamiento pormenorizado de las principales circunstancias en las que se concreta ese deber. Se logra de esa manera no sólo establecer un deber estricto de lealtad, exigible en diversas circunstancias, sino que además la ley cumple una función educativa, ilustrando a los administradores, accionistas, y demás interesados, sobre el contenido de esa obligación. Esta configuración debiera completarse con un adecuado tratamiento de los requisitos para interponer acciones de responsabilidad y con un adecuado tratamiento de la actuación de los directores en los grupos de sociedades.

### c. Las dificultades procesales

La adecuada configuración normativa de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores en la Ley General de Sociedades no viene aparejada con normas que faciliten el efectivo ejercicio de acciones de indemnización por parte de la sociedad o de sus accionistas. El principal obstáculo proviene de los requisitos para hacer efectiva la acción social de responsabilidad. Estas dificultades disminuyen en forma significativa el efecto disuasivo de las reglas de responsabilidad. El grado en el que las disposiciones legales tienen efecto disuasivo no sólo depende de los deberes o responsabilidades configurados en ellas, sino también – posiblemente incluso en forma más

<sup>45</sup> Ley General de Sociedades, artículo 171.

<sup>46</sup> Ley del Mercado de Valores, artículos 40 y siguientes.

<sup>47</sup> Ley General de Sociedades, artículo 180.

<sup>48</sup> Ley General de Sociedades, artículo 180.

<sup>49</sup> Ley General de Sociedades, artículo 180.

<sup>50</sup> Ley General de Sociedades, artículo 180.

<sup>51</sup> Ley General de Sociedades, artículo 179.

<sup>52</sup> Ley General de Sociedades, artículo 161.

<sup>53</sup> Ley General de Sociedades, artículo 161.

<sup>54</sup> Ley General de Sociedades, artículo 180.

directa – de las posibilidades reales de que dichos deberes o responsabilidades sean hechos efectivos. El agente comparará los beneficios y los costos del incumplimiento; y estos últimos serán determinados ponderando el importe de la indemnización que podría verse obligado a pagar por la probabilidad de que efectivamente le sea exigida coercitivamente. Si la magnitud o probabilidad de la condena de responsabilidad no son suficientes, el efecto disuasivo de la norma se afecta significativamente. Esto es lo que ocurre con las disposiciones sobre responsabilidad de administradores de la Ley General de Sociedades.

En efecto, si bien la ley señala que los directores son responsables frente a la sociedad, los accionistas y terceros<sup>55</sup>, cuando el perjuicio del accionista es consecuencia de un daño sufrido por la sociedad, la acción indemnizatoria debe encauzarse a través de la acción social de responsabilidad. No cabe duda que los casos más frecuentes de violación de los deberes fiduciarios de directores implican en primer lugar un daño a la sociedad y sólo como consecuencia un daño al accionista individual. Los ejemplos que Elías Larroza menciona de casos en los que procedería la acción individual son ciertamente excepcionales y podrían corresponder incluso más propiamente a supuestos de abuso de la mayoría accionaria frente al accionista individual.<sup>56</sup> No se trata ciertamente de los casos típicos de violación de los deberes de diligencia y lealtad: aprovechamiento de oportunidades comerciales de la sociedad, contratación con sociedades vinculadas al administrador, claro incumplimiento de la mínima diligencia en el cuidado de los asuntos sociales, etc.

El principal problema con la acción social de responsabilidad reside en las exigencias que la ley impone para su ejercicio. Conforme a la Ley General de Sociedades, la acción social de responsabilidad sólo procede si lo acuerda la Junta General de Accionistas o, si la Junta decide no haber lugar a inicio de acción social de responsabilidad, si la acción la ejercen

accionistas que representen cuando menos un tercio del capital social.<sup>57</sup> La ley no reduce este requisito cualitativo ni para sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores ni para sociedades anónimas abiertas.

A mi criterio, este requisito constituye una valla que dificulta grandemente el ejercicio de las acciones de responsabilidad por los accionistas contra directores y gerentes y que por tanto, afecta en forma significativa la eficacia de las disposiciones en materia de deberes y responsabilidades de los administradores. En teoría, la norma debería proteger a las minorías e impedir que el bloque controlador utilice su poder de voto en la junta general para evitar el inicio de acciones de responsabilidad contra los administradores.<sup>58</sup> Sin embargo, la participación en el capital que se exige a la minoría para poder sobreponerse a la oposición del grupo mayoritario es tan elevado, que en la práctica la norma más parece una disposición que garantiza la impunidad de una mayoría calificada que una que protege a una minoría calificada. Bastará que el bloque de control ostente una participación superior a los dos tercios del capital social para que se garantice la inmunidad de los integrantes del directorio por la lesión al interés social ocasionada con violación de sus deberes fiduciarios. Contrástese este porcentaje de un tercio con el de 5% exigido por la Ley de Sociedades Anónimas española, el mismo que, aun así, es cuestionado por elevado por la doctrina.<sup>59</sup>

Este tratamiento inconveniente se origina, a mi criterio, en una falta de comprensión respecto del problema subyacente al inicio de la acción de responsabilidad por la minoría. Cuando los accionistas minoritarios acusan al directorio de haber causado un daño a la sociedad con violación de sus deberes fiduciarios, lo normal es que la acusación se refiere a la mayoría de los integrantes del directorio, pues de lo contrario la decisión lesiva no se habría adoptado en primer lugar. En esta situación, además, dada la estructura accionaria prevaleciente en las sociedades

<sup>55</sup> Ley General de Sociedades, artículo 177.

<sup>56</sup> Elías Larroza hace referencia a los siguientes supuestos, mencionados por Garrigues y Uría: negación del acceso a la junta, impedimento del ejercicio del derecho de voto, amortización de las acciones en forma no prevista por el estatuto o la ley, negación del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones, negación del abono de dividendos cuyo pago estuviese acordado, etc. ELIAS LAROZA, Enrique, *Ley General de Sociedades*, Editorial Normas Legales, Trujillo, 1998, pág. 367.

<sup>57</sup> Ley General de Sociedades, artículo 181.

<sup>58</sup> Señala Elías Larroza que «esta disposición, de carácter excepcional, tiene por objeto evitar que la mayoría pueda encubrir con su voto a los directores culpables, cerrando así el camino a la reconstitución del patrimonio social dañado». ELIAS LAROZA, op. Cit. Pág. 365.

<sup>59</sup> Ver JUSTE MENCIA, Javier, *Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima*, Editorial Aranzadi, Pamplona, 1995, págs. 450 y siguientes.

anónimas en nuestro país, lo normal será que exista un bloque de control, probablemente mayoritario, que haya designado a la mayoría de los miembros del directorio a quienes se acusa. Por ello, establecer que la decisión sobre el inicio de la acción de responsabilidad recaerá sobre esa misma mayoría no parece la solución más sensata.

Resulta enteramente pertinente, a este respecto, la reflexión de Gower: «los directores culpables pueden tener control de iure o de facto sobre la junta general, en cuyo caso el que la ley confíe la decisión de iniciar la acción a la junta general puede no ser muy diferente que confiar dicha decisión a los mismos directores a nivel del directorio, y el resultado será igualmente inadecuado. Así que se podría pensar que la regla debería ser que si los directores tienen control, de facto o de iure, sobre la junta general, una tercera persona o grupo de personas debería tener la capacidad de hacer efectivos los derechos de la sociedad ... Los únicos candidatos disponibles para este privilegio parecerían ser los accionistas individuales (sea en forma colectiva o individual)». <sup>60</sup> Si a ello le sumamos que los accionistas externos no podrán ejercer la acción social de responsabilidad a no ser que reúnan dos tercios del capital social, la indefensión en la que quedan es evidente.

Es importante anotar que el problema de impunidad que se ha descrito resulta bastante claro en los casos de violación del deber de lealtad, pero no en los casos de violación del deber de diligencia. De lo que se trata es de prevenir o remediar un fraude o un abuso de la mayoría respecto de los accionistas minoritarios. Cuando la violación es al deber de diligencia, perjudica por igual a todos los accionistas. Por ello, no debería existir, en verdad, un conflicto de interés entre mayoría y minoría o, en todo caso, este debería ser bastante más tenue. Por esta razón, consideramos que cuando la acción de responsabilidad se pretende iniciar contra los integrantes de la mayoría del directorio por haber realizado un acto contrario al interés social en violación del deber de lealtad, lo más sensato resultaría ser que la ley atribuya la capacidad de decidir el inicio de la acción de responsabilidad a los accionistas externos al bloque de control o, alternativamente, que se atribuya la capacidad de iniciarla a los accionistas individuales independientemente de

su tenencia en el capital. Lo que en ningún caso debe admitirse es que la mayoría pueda bloquear el inicio de esta acción, aunque tenga más de dos tercios del capital. Como escribe Clark: «No debe permitirse que la mayoría accionaria ratifique una acción fraudulenta por sobre la objeción de la minoría, de la misma forma que no debe permitirse a la mayoría regalar los activos sociales por sobre las protestas de la minoría». <sup>61</sup>

Podría decirse que esta solución es inconveniente pues promoverá litigios indeseados. Sin embargo hay que tener en cuenta que la existencia de litigios es necesaria para que las reglas de responsabilidad tengan efectivamente un efecto disuasivo. Más aún, la posibilidad efectiva del resarcimiento en caso de fraude es la contrapartida necesaria de la protección del juicio de negocios de la administración. Así como es lógico y sensato que se limite las posibilidades de la minoría de bloquear las decisiones de negocios adoptadas por la mayoría, es también vital que se en los casos en que se defrauda la confianza del minoritario, éste tenga una efectiva posibilidad de resarcimiento y que la mayoría carezca de facultades para bloquear el ejercicio de este derecho. Desde este punto de vista, resulta elogiable la iniciativa que ha tenido Conasev para proponer la promulgación de una ley que incorpore la denominada «acción derivada» en nuestro ordenamiento. <sup>62</sup> La acción derivada es una creación del common law, a través de la cual un accionista puede interponer una acción judicial en beneficio de la sociedad para obtener resarcimiento por daños causados a ella. Normalmente, la acción derivada se interpone contra directores, funcionarios u otros funcionarios de la sociedad, en situaciones de conflicto de interés, en la que los directores vinculados o los accionistas del bloque de control deciden no interponer la acción o resulta inútil exigirles que lo hagan por el manifiesto conflicto de intereses en el que se encuentran. En esta situación, cualquier accionista puede interponer la demanda en beneficio de la sociedad. <sup>63</sup>

La propuesta de Conasev comprende la incorporación normativa de la acción derivada – con algunas modificaciones respecto del modelo norteamericano – para las sociedades que tienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de valores, así como la

<sup>60</sup> DAVIES, Paul L., op. Cit. Pág. 659.

<sup>61</sup> CLARK, op. Cit. Pág. 649. Sobre las nuevas tendencias en el Derecho europeo sobre esta materia ver, PAZ ARES, *Deberes Fiduciarios ...* Pág. 20 – 21.

<sup>62</sup> La propuesta se encuentra en la página web de Conasev: [www.conasev.gob.pe](http://www.conasev.gob.pe)

<sup>63</sup> Ver, en general, CLARK, op. Cit. Págs. 639 y siguientes.

modificación del artículo 181 de la Ley General de Sociedades para reducir a 15% del capital la participación necesaria para iniciar la acción social de responsabilidad. No obstante que la propuesta es susceptible de perfeccionamiento, consideramos que ciertamente es un paso en la dirección correcta.

### 4.3. No permitir el bloqueo de las decisiones empresariales del accionista controlador

Un concepto básico de protección de minorías es no distorsionar los roles relativos de la mayoría y la minoría en la sociedad anónima. A la mayoría le corresponde el control sobre la sociedad. El accionista minoritario invierte en una sociedad con la intención de no involucrarse en la gestión, con vocación de inversionista, no de controlador. Precisamente allí reside la utilidad del modelo. En consecuencia, la legislación no debe ser generosa en atribuir a los accionistas minoritarios capacidad para bloquear las decisiones del accionista controlador.

La capacidad de bloqueo de las decisiones del accionista controlador por parte de la minoría afecta gravemente la operación del principio de las mayorías en la adopción de las decisiones empresariales. Como se ha visto, el principio de la decisión mayoritaria por los accionistas tiene una clara racionalidad, en la medida que quien más riesgo ha asumido en la sociedad tiene los mayores incentivos para hacer que ésta se administre de manera óptima. Adicionalmente, la posibilidad de bloqueo por la minoría genera los mismos problemas de extorsión que causaría una regla de decisión unánime.

Como se sabe, la ley utiliza distintos mecanismos para limitar el poder de la mayoría en la sociedad anónima: el establecimiento de requisitos de quórum y mayoría calificados para determinados acuerdos, la exigencia de aceptación individual de cada accionista para la eficacia de ciertas decisiones, el impedimento de que la mayoría ejerza su poder de voto en determinadas circunstancias; y, finalmente, el concepto mismo de interés social.<sup>64</sup> Algunos de estos mecanismos pueden tener el efecto de privar al accionista mayoritario de la capacidad de dirigir los negocios de la

sociedad en ciertas circunstancias y, por tanto, deben ser cuidadosamente ponderados.

Un caso particularmente grave es el del artículo 133 de la Ley General de Sociedades, que establece que el derecho de voto en la junta general no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con la sociedad. Esta disposición impediría que el accionista mayoritario vote en una junta para aprobar una operación entre la sociedad de que se trate y el propio accionista controlador u otra sociedad controlada por él mismo. Lo grave es que la prohibición es absoluta: el acuerdo sería ilegal por el sólo hecho de la votación del accionista controlador, aunque la operación sea beneficiosa para la compañía. Como se comprenderá fácilmente, en la realidad económica actual, donde la existencia de grupos de sociedades es una realidad generalizada, privar al accionista controlador de la facultad de ejercer su derecho de voto en la junta en cualquier operación entre sociedades del grupo, y conferir el derecho de aprobar estas operaciones en exclusiva a los accionistas externos es, por decir lo menos, exagerado. Las posibilidades de extorsión provenientes de la consagración de esta regla de gobierno por la minoría son evidentes. Bastante más razonable sería una regla que permita la revisión de los términos de la operación y la impugnación del acuerdo sólo en caso que tales términos sean lesivos para la sociedad.

Otro importante limitante de la discreción de la mayoría proviene de la protección del interés social, en la medida que la junta no podría adoptar acuerdos que vulneren dicho interés. El interés social es un concepto sumamente difícil de precisar. Se discute si representa el interés de los accionistas o si puede existir un interés de la sociedad distinto al de los primeros. Es en este sentido que se plantea el debate respecto a si los administradores, además del interés de los accionistas, deben procurar la satisfacción de otros intereses, como los de los trabajadores, clientes, proveedores o comunidades.<sup>65</sup> Pero aun si se opta por la definición del interés social como la maximización del valor de la empresa, como lo ha hecho, por ejemplo, el Código Olivencia<sup>66</sup>, pueden surgir dificultades cuando

<sup>64</sup> Ver, JUSTE MENCIA, Javier, *Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima*, Editorial Aranzado, Madrid, 1995.

<sup>65</sup> Ver, SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, *El Interés Social y los Varios Intereses Presentes en la Sociedad Anónima Cotizada*, *Revista de Derecho Mercantil* N° 245 págs. 1653 y siguientes.

<sup>66</sup> «Recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que deb presidir la actuación del Consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista». COMISION ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CODIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid, 26 de febrero de 1998 (en adelante citado como «Código Olivencia»), núm. 1.3.

los accionistas no están de acuerdo respecto de cuál es el curso de acción que, en efecto, maximiza el valor de la empresa.

En este punto, es importante establecer que, como parte de la estructura de toma de decisiones en la sociedad, corresponde a la mayoría determinar lo que es conveniente para el interés social en cada caso concreto. No debe admitirse que la minoría cuestione una decisión del mayoritario argumentando simplemente que resulta inconveniente para el interés de la sociedad. Ello equivaldría a eliminar la capacidad de la mayoría de dirigir los negocios de la sociedad y sustituirla por una dirección judicial de los negocios. Esto no significa, sin embargo, que se deje desprotegida a la minoría de actos abusivos del accionista mayoritario. Como se argumenta más adelante, la ley debe reconocer la existencia de deberes fiduciarios a cargo del accionista controlador e imponerle responsabilidad por su violación. Sin embargo, ello no significa que se permita al accionista minoritario bloquear decisiones empresariales simplemente bajo el argumento de que no son las más convenientes para la sociedad.

En este sentido, consideramos que lo establecido en el artículo 129 de la Ley General de Sociedades, en el sentido que los acuerdos de junta general son susceptibles de impugnación siempre que lesionen los intereses de la sociedad, en beneficio directo o indirecto, de uno o más accionistas es plenamente acertado. Lo que se permite impugnar – y por lo tanto, bloquear – no son los acuerdos meramente inconvenientes, es decir los que provienen de una decisión empresarial equivocada o mejorable. Son impugnables sólo los acuerdos que tienen un componente de deslealtad, aquellos que perjudican a la sociedad para beneficiar a un accionista.<sup>67</sup>

#### **4.4. Reconocer la existencia de los grupos de sociedades.**

La existencia de los grupos de sociedades es una realidad, con consecuencias tremendamente importantes para el Derecho de Sociedades, que no debe ser ignorada. Las grandes corporaciones multinacionales estructuran sus operaciones a nivel mundial a

través de una pluralidad de sociedades. Aún las empresas que operan únicamente en el Perú, con frecuencia forman parte de grupos conformados por una multiplicidad de sociedades sujetas a un único control. La característica de los grupos – pluralidad jurídica pero unidad empresarial – plantea un cuestionamiento frontal a conceptos básicos del derecho de sociedades tradicional, como la independencia de la sociedad y la protección del interés social. ¿Es lícito que un grupo empresarial opere las diversas sociedades que lo conforman de manera coordinada de manera de maximizar el beneficio de grupo, a pesar que ello pueda perjudicar a alguna sociedad individual? ¿Debe admitirse que los administradores de una sociedad integrante de un grupo respondan a instrucciones del controlador o tengan una línea de reporte hacia la matriz?

La realidad de la actividad empresarial permite constatar que, de hecho, las sociedades se organizan en grupos que operan de manera coordinada y que las líneas de reporte de los administradores con frecuencia se dirigen hacia la matriz o sociedades intermedias. El Derecho de Sociedades no debe ignorar a esta realidad como si no existiera manteniendo disposiciones que resultan manifiestamente contrarias a la práctica comercial, ni debe reprimir un modo de operar las empresas que responde a realidades económicas y de negocios evidentes. Más bien, de lo que se trata es de adaptar el Derecho a la realidad, lo que implica reconocer la licitud del comportamiento de los grupos, diseñando, a la vez, los mecanismos tendientes a solucionar los problemas creados por este fenómeno.<sup>68</sup> Tales problemas, en general, se dan en dos dimensiones: la posibilidad de actuaciones abusivas respecto de los accionistas externos al grupo (protección de accionistas minoritarios) y la posibilidad de utilizar indebidamente la responsabilidad limitada para eludir el cumplimiento de obligaciones (protección de acreedores). En esta sección nos referimos únicamente a la primera.

La realidad de los grupos de sociedades ha sido reconocida y encauzada por el Derecho de Sociedades comparado de diversas maneras. Una tendencia, basada en la ley de sociedades alemana de 1965, es la de incluir

<sup>67</sup> Sobre la justificación de la inclusión del elemento de deslealtad, ver POLO, Eduardo, Abuso o Tiranía, Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima, pág. 2277.

<sup>68</sup> La literatura sobre el tema de grupos de sociedades es extensa. Ver, entre otros, FORUM EUROPAEUM, Por un derecho de los grupos de sociedades para Europa, en Revista de Derecho Mercantil, N° 232, págs. 445 y siguientes; MANOVIL, Rafael M., Grupos de Sociedades en el derecho comparado, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1998; MARTINEZ MACHUCA, Pablo, La protección de los socios externos en los grupos de sociedades, Publicaciones del real Colegio de España, Bolonia, 1999.

en la legislación un conjunto de normas que regulen orgánicamente los grupos de sociedades. Esta opción, que ha sido seguida por algunos países como Brasil y Portugal, «pone de manifiesto el convencimiento del legislador ... de que no basta con el Derecho normal de sociedades (en situación de grupo) para proteger adecuadamente a [los accionistas externos y acreedores] contra los particulares peligros unidos a la formación del grupo». <sup>69</sup> En la mayoría de los países no existe una regulación comprensiva de los grupos empresariales, pero no por ello se deja de reconocer normativamente su realidad y establece cauces jurídicos para la solución de los problemas que plantea. En estas jurisdicciones «se remite el supuesto al Derecho general civil, de sociedades y de quiebra y se adaptan sus reglas (en la mayoría de los casos merced a una interpretación judicial de desarrollo extralegal del Derecho) a las especialidades de la situación del grupo, a fin de contrarrestar los específicos peligros unidos al grupo de manera adecuada, efectiva y, a pesar de todo, flexible». <sup>70</sup> Independientemente de la opción normativa que se elija, lo cierto es que el Derecho de Sociedades debe responder a la realidad de los grupos y encauzar jurídicamente su actuación. Este es uno de los grandes vacíos de nuestro Derecho de Sociedades.

A mi criterio, los elementos principales de esa normativa debe ser los siguientes:

### Definición de control y de grupo.

La ley debe incorporar los conceptos de control y de grupo. En el Perú, el concepto de control se encuentra definido en forma fragmentaria en ciertas normas legales o reglamentarias, fundamentalmente a propósito de información sobre la conformación de un grupo económico <sup>71</sup> o para efectos de la consolidación de estados financieros. <sup>72</sup> Sin embargo, no existe una definición de control aplicable para efectos societarios. Desde mi punto de vista, el control es un concepto esencial en el Derecho de Sociedades. La existencia de un bloque controlador y de accionistas externos a ese bloque es una realidad ineludible en muchas sociedades anónimas y presenta una serie de problemas que el Derecho debe resolver. La posición jurídica de la mayoría y de la minoría en la sociedad anónima son diferentes y lo

que determina donde se ubica cada accionista es el concepto de control. El reconocimiento de la existencia de un bloque de control y las consecuencias jurídicas que se atribuyan a esa realidad debe partir, pues, de una adecuada definición de ese concepto. Esta definición debe recoger la esencia del concepto que es la capacidad de (no necesariamente ejercitada) de dirigir las actividades de la sociedad controlada. Esta capacidad provendrá normalmente de la participación accionaria, pero también puede surgir de disposiciones estatutarias o de contratos, o de una combinación de todo ello.

Adicionalmente, es necesario también que se defina adecuadamente el concepto de grupo de sociedades. A nivel doctrinal, el concepto de grupo presupone, como se ha dicho, una unidad empresarial y una pluralidad jurídica. Esta última no admite mayor discusión: más de una sociedad. El primer elemento es el que puede ofrecer más problemas. En general, el Derecho Comparado y la doctrina establecen dos elementos esenciales para la existencia de un grupo entre varias sociedades, la existencia de control común y de una dirección o un dominio unitario. El concepto de control es el que se ha definido en el párrafo anterior, y corresponde a una capacidad, un poder, y no necesariamente una actuación, para dirigir las actividades empresariales de la sociedad controlada.

El segundo elemento implica el ejercicio efectivo del control, de manera que las operaciones de las sociedades controladas pasan a ser dirigidas en forma centralizada por la cabeza del grupo. En tal sentido, Martínez Machuca escribe que dirección unitaria es la «manifestación de un poder dirigido a coordinar la política económica y las líneas esenciales de gestión de las sociedades dependientes ... Una pluralidad de sociedades estará sometida a una dirección unitaria cuando existan entre ellas vínculos financieros importantes, cuando la actuación coordinada de los administradores de las sociedades no sea esporádica u ocasional o, finalmente, cuando entre las sociedades existan vinculaciones organizativas, económicas, patrimoniales, financieras o técnicas, de modo que la relación que se establece entre ellas no pueda considerarse como meramente

<sup>69</sup> FORUM EUROPAEUM, op. Cit., págs. 451 – 452.

<sup>70</sup> FORUM EUROPAEUM, op. Cit., pág. 453. Para una defensa de esta posición, ver PAZ ARES, Cándido, Uniones de empresas y grupos de sociedades, en URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio, Curso de Derecho Mercantil (Estudio Colectivo), Civitas, Madrid, 1999.

<sup>71</sup> Ver, por ejemplo, el artículo 5 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado por Resolución Conasev N° 722-1997-EF/94.10

<sup>72</sup> Reglamento de Información Financiera aprobado por Resolución Conasev N° 103-99-EF/94.10.

provisional sino como una verdadera y estable situación de dependencia de las sociedades controladas respecto de la dominante». <sup>73</sup>

Así, pues, habrá grupo cuando un conjunto de sociedades se encuentren sujetas al control y a la dirección unitaria de otra personas o personas que actúen como grupo. En palabras del Forum Europaeum: «La unidad empresarial del grupo sólo se constituye a través de la dirección unitaria ejercida por la sociedad dominante. Si esta última no hace uso de su posibilidad de dominio ... no cabe hablar, en sentido material, de grupo.» <sup>74</sup>

## Publicidad

Reconocido normativamente el grupo de sociedades, se debe establecer mecanismos para garantizar que los accionistas externos, los acreedores y el público en general tome conocimiento de la existencia de un grupo, puesto que ésta habrá de tener consecuencias jurídicas para todos quienes se relacionen jurídicamente con la sociedad.

Como lo ha expresado el Informe Winter, «Una revelación completa respecto a la estructura de los grupos y de las relaciones intra grupo es un requisito crucial para asegurar que el funcionamiento de los grupos sea compatible con los intereses de los accionistas y los acreedores en los diferentes niveles. El proceso de consulta ha revelado que la transparencia es considerada el área de intervención más importante con respecto a los grupos». La obligación de informar debe comprender la revelación de la existencia del grupo y de su conformación, las relaciones relevantes que existan en su interior, las operaciones entre sociedades pertenecientes al grupo y la presentación de información financiera consolidada.

## Interés del grupo e interés social

La existencia del grupo plantea de inmediato la cuestión de las posibles tensiones entre el

interés del grupo y el interés social de cada una de las diversas sociedades que lo conforman, o de los accionistas externos o acreedores de cada una de éstas. Partiendo de una óptica empresarial, resulta evidente que la existencia de un grupo de sociedades requiere de una gran flexibilidad desde el punto de la asignación de recursos y la realización de operaciones entre las sociedades agrupadas. Desde el punto de vista del grupo, puede ser perfectamente racional que una sociedad «subsidiaria» a otra transfiriéndole recursos en condiciones más ventajosas que las del mercado. Puede también ser racional asignar las operaciones entre las distintas sociedades, e incluso cesar las operaciones de alguna de ellas si su cuota de mercado puede ser absorbida en forma más ventajosa por otra sociedad del grupo. Todo ello, sin embargo, plantea serios problemas de interpretación jurídica a la luz de los deberes fiduciarios de los administradores de procurar el interés de la sociedad y no el de accionistas en particular. Contrástese la disposición contenida en el artículo 173 de la Ley General de Sociedades <sup>75</sup> con el hecho de que en los grupos de sociedades los administradores de una sociedad dominada reportarán y seguirán las instrucciones de la sociedad matriz. <sup>76</sup> Por esta razón, en el Informe Winter se recomienda a los países miembros de la Unión adoptar reglas y criterios para suplir esta aparente contradicción: «El Grupo considera que existen razones para requerir a los Países Miembros que establezcan una regla marco para los grupos que permita a los administradores de una sociedad perteneciente a un grupo adoptar e implementar una política coordinada de grupo, siempre que los intereses de los acreedores de cada sociedad sean protegidos efectivamente y que haya un balance de ventajas y desventajas a lo largo del tiempo para los accionistas externos de cada sociedad». <sup>77</sup>

Una alternativa para el logro de esta finalidad es seguir el modelo trazado por la legislación societaria alemana sobre grupos

<sup>73</sup> MARTINEZ MACHUCA, op. Cit. , pag. 49.

<sup>74</sup> FORUM EUROPAEUM, op. Cit., pág. 473. Señala MARTÍNEZ MACHUCA: «La dirección unitaria supone la efectiva sumisión de las sociedades controladas a las directrices de la sociedad matriz del grupo, la sujeción de las sociedades dependientes a la política económica de la sociedad dominante, dependencia de aquellas respecto de la sociedad que detenta el poder de dirección en el grupo». Op. Cit. Pág. 50.

<sup>75</sup> Ley General de Sociedades, artículo 173.- «(...) Los directores elegidos por un grupo o clase de acciones tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron».

<sup>76</sup> Escribe MARTINEZ MACHUCA: «Se podrá hablar de dirección unitaria y de grupo de sociedades cuando los administradores de las sociedades controladas actúen en función de las instrucciones impartidas por los administradores de la sociedad matriz, de forma que el grupo en la práctica funcionará como una sola sociedad, aunque esto dependerá del grado de centralización que exista». Op. Cit. Pág. 50.

<sup>77</sup> Informe Winter, pág. 97.

contractuales.<sup>78</sup> En ellos, la celebración de un contrato de dominación entre la sociedad dominante y la subordinada, hace que el poder de dirección sobre esta última se transfiera a la primera. Señala Mannovil que «el objeto del contrato de dominación es subordinar la dirección de los negocios de la sociedad dependiente a la otra persona. Con el consiguiente derecho de la dominante a impartir instrucciones se genera una relación de dominio y lo que la doctrina llama una dependencia calificada». Según la legislación alemana, «si el contrato no dispone en contrario, también pueden impartirse instrucciones que sean desventajosas para la sociedad cuando respondan a los intereses de la empresa dominante o a los de una empresa grupalmente vinculada a ella y a la sociedad (dependiente)».<sup>79</sup>

Estas instrucciones son obligatorias para los administradores de la sociedad dominada. La misma norma señala que «el directorio está obligado a cumplir con las instrucciones de la empresa dominante. No tiene derecho a negarse a cumplir una instrucción porque a su juicio no responde a los intereses de la empresa dominante o de la empresa vinculada a aquella y a la sociedad por vínculos grupales, salvo que ostensiblemente no sirva a esos intereses».<sup>80</sup> Esta radical alteración de los deberes fiduciarios en la sociedad anónima tiene una contrapartida. Celebrado el contrato de dominación, los accionistas externos pueden optar por retirarse de la sociedad, en cuyo caso la sociedad dominante debe adquirir sus acciones por un precio justo. En caso de permanecer en la sociedad, tienen derecho a un dividendo mínimo. Se generan además deberes de la sociedad dominante a proteger el patrimonio de la dominada y a comportarse como un honesto y diligente comerciante en su papel de controlador. Otra modelo es el establecido por la jurisprudencia francesa a través de la denominada doctrina Rozenblum.<sup>81</sup> Conforme a ésta, sobre la base de la legislación societaria tradicional francesa se legitima en ciertas circunstancias la adopción de decisiones beneficiosas para el grupo que perjudican el interés de una sociedad integrante. Se requieren tres elementos para lograr esta legitimación. En primer lugar, el grupo debe ser estructuralmente sólido. Esto implica que debe existir un cierto equilibrio en la relación entre las empresas que integran el

grupo, de manera que exista complementariedad entre ellas y que, en la persecución de los intereses del grupo, la empresa dominante no pueda ignorar completamente los intereses propios de cada sociedad. En segundo lugar, debe existir una política coherente de grupo, en la que resulten comprendidas y coordinadas las actividades empresariales de las distintas sociedades que lo componen. Finalmente, en tercer lugar, debe existir un equilibrio interno entre las cargas y ventajas que soportan las distintas sociedades del grupo. No es lícito, bajo la doctrina Rozenblum, imponer arbitrariamente o de forma desproporcionada, los costos sobre alguna sociedad del grupo. La pertenencia al grupo debe significar a lo largo del tiempo una mezcla equilibrada de costos y beneficios para la sociedad.

La revisión de estas dos opciones de tratamiento del mismo fenómeno permiten observar, más allá de las diferencias de técnica, un sustrato común. En primer lugar, la necesidad de reconocer la posibilidad de la sociedad dominante de adoptar decisiones convenientes para el interés del grupo pero inconvenientes para alguna de las sociedades que lo integran. Y, en segundo lugar, y como complemento necesario de lo anterior, el indispensable establecimiento de mecanismos de compensación que permitan evitar un perjuicio indebido a los intereses de los socios externos. De esta forma, se evita que los accionistas minoritarios puedan bloquear una decisión que genera valor desde el punto de vista económico, pero se establece como requisito que parte de ese valor generado se transfiera a las personas perjudicadas con la operación.

## Deberes fiduciarios del accionista dominante

En contraposición a la capacidad del controlador de adoptar las decisiones al interior de la sociedad, debe necesariamente reconocerse la existencia de deberes fiduciarios a cargo de dicho accionista. En teoría podría argumentarse que dado que la división de competencias entre los órganos sociales hace que las decisiones de administración recaigan exclusivamente en el directorio, los accionistas controladores no adoptan tales decisiones y, por tanto, no deben tener deberes fiduciarios. Considero que este argumento no tiene sustento. En nuestra normativa, existen

<sup>78</sup> Ver, en general, MANNOVIL, op. Cit. Págs. 421 y siguientes.

<sup>79</sup> Artículo 308 del AkyG, citado por MANNOVIL, op. Cit. Pag. 435.

<sup>80</sup> Artículo 308 del AkyG, citado por MANNOVIL, op. Cit. Pag. 436.

<sup>81</sup> Ver, FORUM EUROPAEUM, op. Cit., págs. 486 y siguientes.

decisiones sobre aspectos de administración que caen bajo la competencia de la junta, como la enajenación de activos cuyo valor excede cierta cifra.<sup>82</sup> Más aún, la ley faculta a la junta a adoptar decisiones en «cualquier caso que requiera el interés social»<sup>83</sup> y responsabiliza a los directores por el cumplimiento de los acuerdos de la junta general.<sup>84</sup> Claramente, pues, desde el punto de vista del Derecho positivo, la Junta puede adoptar decisiones en materia de administración de la sociedad. De otro lado, existen otras materias no consideradas de administración, que son de competencia de la junta general y en las que se plantea la posibilidad de abusos del controlador respecto de los accionistas externos: aumento y reducción de capital, otras modificaciones estatutarias, reorganizaciones societarias, etc.

Todo lo anterior justifica la imposición de deberes fiduciarios en los accionistas mayoritarios. Es por esta razón que en el Código Olivencia, luego de constatar la importancia de los bloques accionarios de control en la estructura de poder de las sociedades, se señaló que el deber de fidelidad de los directores «alcanza también a los accionistas significativos dada su especial posición en una sociedad cotizada».<sup>85</sup> En el mismo sentido, en el Derecho inglés se extiende estos deberes a quien en los hechos dirige la actuación del directorio de una sociedad, al que se denomina *shadow director*.<sup>86</sup>

A diferencia de lo que sucede respecto de los administradores, cuyos deberes fiduciarios se encuentra prolijamente regulados por la ley, no existe, en nuestra normativa societaria, una disposición expresa que establezca deberes de diligencia y lealtad a cargo del accionista controlador. El artículo 133 de la Ley General de Sociedades prohíbe a los accionistas ejercer su derecho de voto en situaciones de conflicto de intereses y el artículo 139 permite la impugnación de los acuerdos que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio de uno o varios accionistas. Sin embargo, no existe en la ley prohibición expresa alguna para que los accionistas mayoritarios adopten acuerdos que perjudiquen a la minoría sin afectar a la sociedad. Tampoco existe, literalmente, una prohibición de acuerdos que lesionen el interés social pero sin beneficiar a algún accionista

en particular. Ello obliga a recurrir a los principios generales del derecho privado – como el principio de la buena fe, o la prohibición del abuso del derecho – para fundamentar estos deberes.

En este sentido, considero que sería recomendable que, en el contexto del reconocimiento normativo del papel del accionista de control y de los grupos de sociedades, que se establezca expresamente el contenido del deber de lealtad del accionista de control. Esta configuración no debe suponer un recorte a la facultad del accionista de control de dirigir las actividades de la sociedad, ni afectar su juicio de negocios sobre la conducción de la actividad empresarial. Por el contrario, debe proteger esos ámbitos de decisión, pero establecer claramente el deber de lealtad y garantizar medios de resarcimiento a los accionistas minoritarios en caso que se vean perjudicados por las decisiones del controlador.

### **El derecho de separación y la exclusión de accionistas**

Finalmente, la normativa en materia de grupos de sociedades debe reconocer el derecho de las partes – los accionistas minoritarios, pero también la sociedad dominante – para excluir a los accionistas externos de una sociedad.

El derecho de separación de los accionistas minoritarios no ofrece mayor dificultad. La legislación societaria lo ha reconocido desde hace bastante tiempo como un mecanismo básico de protección del accionista minoritario ante decisiones de la mayoría que ocasionen modificaciones estructurales o esenciales en la sociedad.<sup>87</sup> En estos casos, la opción legislativa ha sido la de permitir que prevalezca el voto de la mayoría (evitando, por ejemplo, exigir el consentimiento individual), pero otorgar al accionista disidente la posibilidad de separarse de la sociedad, obteniendo el reembolso de su inversión.

La inserción de una sociedad antes independiente dentro de un grupo de sociedades es, sin duda, una modificación sustancial en las bases sobre las cuales se configura el negocio. Si un accionista adquirió su participación cuando la sociedad era

<sup>82</sup> Ley General de Sociedades, artículo 115, inciso 5.

<sup>83</sup> Ley General de Sociedades, artículo 115, inciso 8.

<sup>84</sup> Ley General de Sociedades, artículo 177.

<sup>85</sup> COMISION ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CODIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: El Gobierno de las Sociedades Cotizadas, Madrid, 26 de febrero de 1998.

<sup>86</sup> FERRAN, op. Cit., págs. 482-484.

<sup>87</sup> Ley General de Sociedades, artículo 200.

independiente, su inserción en un grupo significa un cambio de las condiciones de la inversión inicial. En este caso, resulta razonable, como contrapartida del reconocimiento de la existencia del grupo y de las consecuencias que ello tiene para el ordenamiento de los poderes y responsabilidades en la sociedad, reconocer a los accionistas externos una posibilidad de salida. Es por ello que el derecho alemán de grupos reconoce la facultad de los accionistas de separarse de una sociedad cuando se forma un grupo contractual en el cual la sociedad en la que tienen participación se coloca en posición de subordinación.

Una función similar a la de este derecho de separación la cumplen las normas sobre OPA obligatoria. Por ejemplo, de conformidad con el City Code británico, cuando una persona adquiere una participación de 30% o más en una sociedad listada, queda obligado a lanzar una oferta pública de adquisición respecto de la totalidad de las acciones de dicha sociedad que no posea.<sup>88</sup> En este sentido, García de Enterría explica que, además de la oportunidad de participar en la prima de control, la OPA obligatoria se funda en «la conveniencia de permitir que los accionistas minoritarios puedan abandonar la sociedad y liquidar su inversión en las mismas condiciones que los socios de mayor entidad, ante los previsibles cambios que pueda imponer un nuevo socio de control en la gestión y administración social».<sup>89</sup>

Evidentemente, desde que no recoge el concepto de control, la Ley General de Sociedades no reconoce un derecho de separación ante cambios de control o la inserción de la sociedad en un grupo. En cambio, sí atribuye derecho de separación a los accionistas disidentes «cuando una sociedad anónima abierta acuerda excluir del Registro Público del Mercado de Valores las acciones u obligaciones que tiene inscritas en dicho registro y ello determina que pierda su calidad de tal y que deba adaptarse a otra forma de sociedad anónima». Independientemente de la imperfección de la norma<sup>90</sup>, la exclusión del referido registro estará ligada normalmente a la pérdida de liquidez de las acciones y no a la concentración del accionariado. La misma justificación sustenta la denominada oferta pública de

compra por exclusión que debe lanzar la persona que cause la exclusión de los valores de un emisor del Registro Público del Mercado de Valores.<sup>91</sup>

Un tema bastante más novedoso, al menos en nuestro mercado, es el de la facultad del accionista de control de excluir forzosamente del accionariado a los accionistas minoritarios, es decir la operación que los anglosajones denominan squeeze-out.<sup>92</sup> Como lo expresa claramente el FORUM EUROPÆUM, «desde el punto de vista económico no tiene sentido mantener accionistas minoritarios en las filiales». Las razones económicas que justifican la atribución de este derecho al accionista minoritario han sido claramente explicadas por Cándido Paz Ares: a pesar de que el valor generado por la exclusión de los minoritarios sea mayor al costo que ellos sufrirían como consecuencia de ésta, es probable que la mera posibilidad de compra de las acciones no sea suficiente para que la operación se realice, debido a la existencia de fallos de mercado. Escribe Paz Ares «El socio mayoritario necesita un derecho que sólo se lo pueden procurar los minoritarios. O más exactamente los, que sol se lo pueden procurar los minoritarios actuando de consuno, pues si se lo ofrecen unos y se lo niegan otros, poco o ningún provecho obtiene de la transacción. Esta circunstancia determina que el valor marginal de las acciones de los minoritarios, que para ellos se mantiene estable, resulte exponencialmente creciente para el socio mayoritario. Para él, conseguir la última acción vale infinitamente más que para el minoritario conservarla. Y aquí es precisamente donde estriba la raíz del problema, pues estando así las cosas cualquier minoritario se sitúa en una posición de monopolio y, desde ella, amenaza el éxito de una transacción mutuamente ventajosa, que alternativamente llegaría a buen puerto. Es razonable, por tanto, que el sistema jurídico, para facilitar el resultado eficiente y evitar el hold-up, permita invadir el derecho del minoritario sin su consentimiento ...».<sup>93</sup>

En nuestro país existen razones adicionales que justifican que se atribuya al accionista de control la posibilidad de excluir a los accionistas minoritarios. Una es que la existencia de accionistas minoritarios puede determinar que

<sup>88</sup> Ver, GARCIA DE ENTERRIA, Javier, *La OPA Obligatoria*, Civitas, Madrid, 1996, págs. 31 y siguientes.

<sup>89</sup> GARCIA DE ENTERRIA, op. Cit. Pág. 199.

<sup>90</sup> La sociedad anónima abierta no lo es por tener valores inscritos en el Registro Público del Mercado de valores, sino, entere otros casos, por haber hecho oferta pública primaria de ellos. Por tanto, la exclusión de sus valores de ese registro no determina que pierda la calidad de sociedad abierta.

<sup>91</sup> Ley del Mercado de Valores, artículo 69.

<sup>92</sup> Ver, PAZ ARES, Cándido, *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en derecho español*, en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, N°3/2002.

<sup>93</sup> Paz Ares, Cándido, *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*, en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, N° 3/2002.

la sociedad deba adaptarse o mantenerse bajo la forma de sociedad anónima abierta, lo cual puede irrogar costos como los provenientes de las obligaciones de informar exigidas por la legislación del mercado de valores, además de limitar la libertad de contratación de los socios – por ejemplo, al no reconocer la eficacia frente a la sociedad de pactos restrictivos de la transferencia de acciones<sup>94</sup> o al imponer quórum y mayorías máximos para la junta general<sup>95</sup> o extensos plazos para la convocatoria<sup>96</sup>.

De otra parte, es posible que los beneficios recibidos por los accionistas de que la sociedad se mantenga con esa condición jurídica, sean muy limitados. No es infrecuente la situación en la que existen muchos accionistas con posiciones accionariales pequeñas que prácticamente carecen de valor, que en la práctica han hecho abandono de sus títulos. Muchas veces la sociedad no puede siquiera ubicarlos para ofrecerles la compra de sus acciones. Esta situación fue uno de los motivos de la Ley N° 26985, sobre «protección de los accionistas minoritarios en las sociedades anónimas abiertas», que extendió el plazo de caducidad para el cobro de dividendos de tres a diez años y obligó a las sociedades abiertas a publicar listados de accionistas.

No se piense que la atribución del derecho de exclusión a los accionistas mayoritarios es una creación extraña, ajena a nuestra tradición jurídica. Como señala el FORUM EUROPAEUM, se trata de un derecho bastante extendido a nivel internacional, que se encuentra consagrado normativamente en los Países Bajos, Bélgica, Francia, Austria, Gran Bretaña, Italia y Suiza.<sup>97</sup>

En este sentido, reconociendo que los derechos de exclusión establecidos normativamente en la mayoría de los países miembros difieren en una serie de aspectos, el Informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos sobre Derecho Societario de la Unión Europea sobre Temas Relativos a las Ofertas Públicas de Adquisición, recomienda un tratamiento uniforme a nivel de Directiva sobre el tema.<sup>98</sup>

Evidentemente, la configuración normativa del derecho de exclusión debe incorporar las seguridades necesarias para garantizar un tratamiento equitativo y evitar los abusos

respecto de los accionistas minoritarios. Estas seguridades comprenden, en primer lugar, el establecimiento de un umbral bastante elevado de participación para que el accionista controlador pueda imponer la exclusión. La Comisión de Expertos en Derecho Societario de la Unión Europea recomienda que el umbral se ubique entre el 90 y el 95% de participación.

El segundo elemento de seguridad se refiere a la contraprestación a pagar a los accionistas excluidos. En la propuesta de la Comisión de Expertos en Derecho Societario de la Unión Europea, se distingue según que el accionista controlador haya cruzado el umbral a través de una OPA o no. Si lo ha hecho, el precio ofrecido en la OPA se considerará como una contraprestación adecuada para la exclusión en la medida que la OPA haya sido aceptada por los titulares de al menos el 90% de las acciones a las que se extendió la oferta. En caso que éste no hubiera sido el caso, se recomienda que la equidad del precio sea objeto de revisión por expertos designados por la autoridad competente.<sup>99</sup>

#### 4.5. Asegurar el acceso a la información

La existencia de información oportuna, completa y veraz sobre la empresa, sus negocios y su gobierno, es un elemento fundamental para la operación de todo mercado. Si los inversores no tienen acceso a ese nivel de información, otros derechos que les asigne la legislación podrán tornarse vacíos de contenido. Si no existe información, el sistema de precios no operará adecuadamente y las soluciones de mercado comenzarán a fallar. Dada su característica de bien público, la información no será producida y divulgada espontáneamente en la cantidad óptima. Es por ello que es generalmente aceptado que la legislación societaria y del mercado de valores debe establecer obligaciones de informar a accionistas e inversores, a cargo de las empresas.

La imposición de exigentes deberes de informar a cargo de las empresas es uno de los ejes más claros de la modificación de las legislaciones societarias en los países más modernos. Señala la Comisión Winter:

<sup>94</sup> Ley General de Sociedades, artículo 254.

<sup>95</sup> Ley General de Sociedades, artículo 257.

<sup>96</sup> Ley General de Sociedades, artículo 257.

<sup>97</sup> FORUM EUROPAEUM, págs. 523 - 524.

<sup>98</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Bruselas, 10 de enero de 2002 (en adelante citado como «Informe Winter sobre OPAs»), págs. 63 y siguientes.

<sup>99</sup> Informe Winter sobre OPAs, págs. 65 - 66.

«Requerir la divulgación de información puede ser una herramienta regulatoria muy poderosa en el Derecho de Sociedades. Mejora la responsabilidad [accountability] respecto de y la transparencia de la estructura de gobierno de la sociedad. El mero hecho de que las estructuras de gobierno o acciones o hechos en particular tengan que ser revelados, y por lo tanto explicados, crea un incentivo para dejar de lado estructuras que no sean consideradas como una buena práctica y evitar acciones que impliquen incumplimiento de deberes fiduciarios. Para quienes participan en sociedades o hacen negocios con ellas, la información es un elemento necesario en orden a poder evaluar su posición y responder a los cambios que sean relevantes para cada uno. Información relevante de alta calidad es indispensable para el efectivo ejercicio de los poderes de gobierno...».<sup>100</sup>

El carácter imperativo de estas disposiciones es claro. La Sarbanes – Oxley Act de los Estados Unidos, por ejemplo, contiene exigentes disposiciones orden público en materia de información societaria: obligación de entregar información más exacta y relevante, mayor responsabilidad de la administración por su contenido, y mayor independencia de los auditores encargados de revisarla. En esta misma línea, en el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, publicado en enero de 2003 por la Comisión Aldana en España, se enfatiza claramente el rol de la información y se aboga por normas de carácter imperativo a este respecto: «La transmisión de información al mercado no puede ser meramente voluntaria, independientemente de la naturaleza vinculante o no de las reglas o criterios de buen gobierno societario».<sup>101</sup>

En mi opinión, el derecho de información de los accionistas tiene un tratamiento excesivamente restrictivo en Ley General de Sociedades. En las sociedades que no tienen la calidad de abiertas, el derecho de información de los accionistas se ejerce en la junta general y se limita a los asuntos materia de la convocatoria.<sup>102</sup> Si bien accionistas con una participación no menor al 20% de las acciones suscritas con derecho a voto pueden exigir la convocatoria a junta general, esta facultad no está abierta para las minorías que

tienen un porcentaje de participación inferior y, en todo caso, la convocatoria a una junta general resulta ser un mecanismo engorroso y complicado para el simple acceso a información sobre la marcha de la sociedad. Es cierto que, como señala Elías Laroza, la regulación del derecho a exigir auditorías especiales en la Ley General de Sociedades representa una gran amplitud<sup>103</sup>, la disposición en el sentido que las materias objeto de revisión debe ser «relativas a los últimos estados financieros» puede en la práctica restringir innecesariamente este derecho. Además, el tener que recurrir a una auditoría especial para obtener información relevante parecería fomentar innecesariamente el litigio, al imponer una vía de acceso a la información que podría ser considerada agresiva o conflictiva por la sociedad. Sería más sencillo que, sin perjuicio del derecho a disponer auditorías especiales, se reconociera también el derecho de los accionistas minoritarios de requerir la entrega de la información relevante sin que sea necesario efectuar una auditoría.

En el caso de las sociedades con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, son de aplicación también las obligaciones de información que establece la Ley del Mercado de Valores – que obliga a contar con auditoría externa, a formular y revelar estados financieros trimestrales y a informar hechos de importancia - pero ello no implica la capacidad de exigir información sobre aspectos específicos de la marcha de la empresa. Estas limitaciones se eliminan sólo en el caso de la sociedad anónima abierta, en la cual accionistas que representen al menos el 5% del capital pagado pueden exigir información fuera de junta. No obstante ello, las exigencias legales para que una sociedad califique como abierta en la práctica limitan el ámbito de aplicación de este derecho. Existen en nuestro mercado, de hecho, numerosas sociedades cotizadas con participaciones minoritarias relevantes, que no reúnen la calidad de sociedades abiertas.

Se ha dicho que una excesiva amplitud del derecho a la información podría prestarse a abusos de las minorías.<sup>104</sup> Sin embargo, especialmente en el caso de las sociedades con valores objeto de oferta pública, la transparencia debe ser una obligación

<sup>100</sup> Informe Winter sobre Sociedades, págs. 33 – 34.

<sup>101</sup> COMISION ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y LA SEGURIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LAS SOCIEDADES COTIZADAS, Informe, Madrid, 8 de enero de 2003 (en adelante citado como «Informe Aldana»), pág. 16.

<sup>102</sup> Ley General de Sociedades, artículo 130.

<sup>103</sup> ELIAS LAROZA, op. Cit., pág. 464.

permanente y absoluta. Evidentemente, existe siempre la posibilidad del ejercicio abusivo de un derecho. Sin embargo, esa conducta es antijurídica y el Derecho cuenta con los mecanismos necesarios para ponerle freno.<sup>105</sup>

La mera posibilidad de ejercicio abusivo no es motivo suficiente para desconocer un derecho que resulta fundamental para el adecuado manejo de las empresas.

Otro aspecto que debe ser objeto de reflexión es la información sobre la estructura de control de las sociedades listadas, lo que incluye no sólo las tenencias de acciones con derecho a voto, sino la existencia de pactos de accionistas, las relaciones de grupo y los mecanismos defensivos con respecto a OPAs que se hubieran adoptado. La revelación de esta estructura es esencial para la adecuada operación del mercado de control societario y es un dato relevante para los inversores al momento de decidir una inversión.<sup>106</sup> Es por ello que el Informe Winter sobre Sociedades recomienda que las estructuras de capital y de control de las sociedades sean reveladas al público.<sup>107</sup> Igualmente, la Comisión Aldaña ha señalado que «es de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales y de la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad y en el de sus filiales, sobre todo cuando en ellas participen también los accionistas de referencia, así como de la representación – directa e indirecta – que tienen en el Consejo estas sociedades, y de las medidas de blindaje de cualquier clase que puedan existir en la sociedad».<sup>108</sup> Resultan aleccionadoras, en este sentido, las disposiciones italianas en materia de transparencia contenidas en el Decreto Legislativo N° 58 de 24 de febrero, que obligan a revelar la existencia y el contenido de los pactos cuyo objeto sea ejercer el derecho a voto en las sociedades cuyas acciones coticen en bolsa y en las sociedades que las controlen o que limiten la transferencia de las acciones correspondientes. La norma establece que en caso que tales pactos no sean comunicados a la comisión de bolsa, depositados en el

registro de sociedades y publicado un extracto de ellos en la prensa, los pactos serán nulos y el derecho de voto de las acciones a las que se refieren no se podrá ejercer.<sup>109</sup>

La Ley General de Sociedades es totalmente silente sobre esta materia. Por su parte, la regulación dictada por CONASEV al amparo de la Ley del Mercado de Valores, a la vez que obliga a entregar información detallada en aspectos que pueden ser irrelevantes, no establece normativa alguna con respecto a mecanismos de control distintos de la tenencia de acciones.<sup>110</sup>

#### 4.6. Promover la participación de inversionistas institucionales

Los costos de agencia entre mayoría y minoría en la sociedad anónima se agravan por la apatía racional y los problemas de acción colectiva que dificultan la supervisión sobre la actuación del controlador y la defensa de sus propios intereses por parte de los accionistas minoritarios.

Para un accionista individual con una participación muy pequeña en una sociedad anónima, no resulta racional invertir tiempo y dinero en informarse, participar de los asuntos sociales y, eventualmente, adoptar acciones legales con la finalidad de resguardar sus derechos. Si este accionista percibe que en la sociedad en la que participa hay algo que no marcha bien, su opción más eficiente puede ser vender sus acciones. Para este tipo de accionistas, pues, la apatía frente a los problemas de la sociedad es racional. Sin duda en teoría sería posible que se reúna un grupo de accionistas lo suficientemente grande como para que los beneficios de la supervisión el ejercicio efectivo de sus derechos sea mayor que el costo irrogado. Sin embargo, los problemas de coordinación entre muchos accionistas dispersos hacen que el agrupamiento de los accionistas con este fin resulte poco factible en la práctica.<sup>111</sup>

<sup>104</sup> POLO, op. Cit., pág. 2287.

<sup>105</sup> Código Civil, Título Preliminar, Artículo II: «La ley no ampara el ejercicio ni la omisión abusivos de un derecho».

<sup>106</sup> Ver, BECHT, Marco, Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, European Corporate Governance Network, Octubre de 1997, pág. 4.

<sup>107</sup> Informe Winter, pág. 34.

<sup>108</sup> Informe Aldaña, pág. 16.

<sup>109</sup> Decreto Legislativo N° 58 de 24 de febrero de 1998, Gaceta Oficial italiana, parte primera, núm. 71, de 26 de marzo de 1998. Un extracto de esta norma en traducción española está publicado en ESTEBAN VELASCO, op. Cit., págs. 951 y siguientes.

<sup>110</sup> Ver Resolución Conasev N° 722-1997-EF/94.10. La resolución obliga a informar, por ejemplo, la identidad de todos los directores, gerentes y asesores de las sociedades que conforman un grupo, pero no la existencia de acuerdos relativos al voto.

<sup>111</sup> Para un resumen en castellano de la problemática de acción colectiva y apatía racional en las sociedades anónimas, ver TRIAS SAGNIER, Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades, McGraw Hill, Madrid, 1998, págs. 40 y siguientes.

Uno de los factores que puede aliviar estos problemas de acción colectiva y de apatía racional es la presencia de inversionistas institucionales en el accionariado. Las participaciones de los inversores institucionales en las sociedades con frecuencia representan monto considerables, de manera que claramente hay un mayor incentivo para adoptar medidas en resguardo de su valor. Por otro lado, a medida que mayor sea la participación de un inversor institucional en las acciones u obligaciones de un emisor, menor será la posibilidad de enajenar dicha participación en un plazo relativamente corto sin experimentar una pérdida considerable. Además, aún si logra vender su tenencia, el inversionista institucional enfrentará el problema de tener que colocar nuevamente los fondos. Esta pérdida de liquidez hace que la posibilidad de vender la participación e invertir en otros valores sea una decisión más difícil de ejecutar para un inversionista institucional que por inversionistas más pequeños. Finalmente, debido a que administra recursos de terceros, un inversionista institucional puede tener deberes fiduciarios con respecto a sus clientes o partícipes. Todo ello determina un cambio en la configuración del accionariado de las grandes sociedades que puede servir para contrarrestar los problemas de agencia.

Como dice Miguel Trias, «La apatía racional decrece proporcionalmente a medida que las participaciones y el mercado deja de tener liquidez. Cuando la participación de una determinada institución alcanza una masa crítica, empieza a ser razonable el empleo de un determinado nivel de recursos en la emisión de un voto informado, o incluso en la adopción de iniciativas relacionadas con el gobierno de la corporación...». Por otra parte, la concentración en un número de accionistas relativamente pequeño de un porcentaje relativamente elevado de participaciones sociales puede contribuir a la solución de la problemática de la acción colectiva. En un escenario en el que veinte o treinta inversores institucionales pueden poseer un porcentaje mayoritario de las acciones de la sociedad, es más probable la coordinación de políticas y la formación de coaliciones.<sup>112</sup> El Perú es un ejemplo de este fenómeno, producto de las crecientes participaciones que las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) ostentan en las principales

sociedades cuyas acciones están listadas en la Bolsa de Valores de Lima, las cuales incluso las han llevado en muchos casos a poseer y ejercer la potestad de designar a integrantes del Directorio.

El potencial efecto benéfico de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades no ha pasado desapercibido. En las recomendaciones en Banco Mundial para la reforma de los sistemas de gobierno corporativo se indica que «Particularmente en los Estados Unidos pero cada vez más en otras economías desarrolladas, [los inversionistas institucionales] han trabajado activamente para asegurar que los gerentes y los directorios actúen en el mejor interés de los accionistas. Aunque estos inversionistas institucionales activos no tienen una participación de control, su visibilidad e influencia en los mercados de capitales les da un poder que pocas empresas pueden darse el lujo de ignorar».<sup>113</sup>

En este sentido, parece bastante claro que debe promoverse la participación activa de los inversionistas institucionales en el gobierno de las sociedades en las que participan. Ello no significa ejercer el control o la gestión de dichas sociedades, sino más bien cumplir una función de supervisión que incentive a la administración y a los accionistas controladores a maximizar el valor de la empresa. De más está decir que, desde este punto de vista, deben eliminarse los obstáculos normativos que dificulten la participación de los inversionistas institucionales en las sociedades en las que invierten los recursos que tienen en administración. Adicionalmente, puede resultar importante, para fomentar el efectivo ejercicio de esos derechos, promover el establecimiento y la divulgación de políticas formales sobre ese tema por parte de los inversionistas institucionales.<sup>114</sup>

En nuestro país, el artículo 94 del Reglamento de la Ley del Sistema Privado de Pensiones<sup>115</sup> regula la participación de las AFP en las juntas de accionistas de las sociedades en las que se invierten los recursos del fondo administrado. Sin embargo, se establece que los representantes que la AFP designe para las juntas generales así como las personas por las que tales representantes voten para su elección como integrantes del directorio de esas sociedades, no podrán ser accionistas, directores, gerentes o trabajadores de una AFP.

<sup>112</sup> TRIAS, op. Cit., págs. 88-89.

<sup>113</sup> BANCO MUNDIAL, *Corporate Governance: A framework for implementation*, Setiembre de 1999, pág. 9.

<sup>114</sup> Por ejemplo, mediante disposiciones reglamentarias aprobadas recientemente, la Securities and Exchange Commission ha obligado a ciertos administradores de fondos a establecer y revelar públicamente políticas respecto al ejercicio de los derechos de voto en las sociedades en las que participan.

<sup>115</sup> 17 CFR, Parts 239, 249, 270 and 274.

<sup>116</sup> Decreto Supremo N° 004-98-EF, modificado por Decreto Supremo 014-2003-EF.

Con ello, a mi criterio, se dificulta el ejercicio de las funciones de supervisión y promoción de buen gobierno que la norma supuestamente desea promover, pues se obliga a la AFP a elegir a terceros que no tendrán el mismo compromiso con el interés de los afiliados al fondo que los propios funcionarios de la administradora. Es que alguien duda que la función de supervisión sería cumplida de la manera más eficiente por los altos ejecutivos de una AFP, cuando la responsabilidad por el inadecuado ejercicio de esas funciones podría recaer sobre la propia administradora. Si la ley confía a esos administradores la facultad de decidir las inversiones del fondo y, en consecuencia, de comprar y vender las acciones de las que derivan los derechos políticos, por qué no les permite ejercer estos últimos derechos?

Aparentemente, más le preocupa al regulador el temor de que las AFP utilicen los derechos políticos de las acciones como palanca para beneficiar al propio grupo, que incentivarlas para que promuevan el buen gobierno societario. En mi opinión, hay que eliminar cualquier limitación a las personas a las que una AFP puede encomendar la función de supervisar a la administración de una sociedad, y, más bien, establecer en forma explícita los deberes fiduciarios de la administradora con relación al ejercicio de los derechos políticos correspondientes a los valores adquiridos con los recursos del fondo, como parte de sus obligaciones generales de diligencia y lealtad hacia sus afiliados.

### VIII. Conclusión

Como se ha señalado más arriba, uno de los atributos que mayor valor otorga a la sociedad anónima como instrumento jurídico para la de la sociedad anónima está su idoneidad para permite la participación de inversionistas pasivos en la empresa. En consecuencia, las disposiciones y mecanismos que se establezcan para solucionar los problemas de agencia entre accionistas dispersos y administradores o entre accionistas controladores y accionistas externos deben ser diseñados de tal forma que afecten la capacidad de los controladores de adoptar libremente las decisiones empresariales que consideren más convenientes para la sociedad. Ello implica, en primer lugar, privilegiar mecanismos de control ex - post, como las acciones de responsabilidad, antes que

mecanismos que permitan a la minoría bloquear las decisiones del accionista controlador. Implica igualmente proteger la discreción de los juicios de negocios de la administración y del accionista controlador, estableciendo un régimen de responsabilidad más tenue en materia de violación del deber de diligencia y más exigente con las infracciones al deber de lealtad. Por otra parte, es importante que se eliminen los obstáculos que hoy impiden el efectivo ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores por parte de los accionistas minoritarios, provenientes de las exigencias legales para el inicio de la acción social de responsabilidad.

De otro lado, es indispensable que la legislación reconozca y de cauce a la realidad del control y de los grupos de sociedades. Estas modificaciones normativas deben comprender al menos la definición de control y de grupo, la obligación de revelar la configuración y composición del grupo y la adecuación de las normas societarias para permitir la realización de operaciones que hagan prevalecer el interés del grupo, siempre que se compense adecuadamente a los accionistas externos. Debe incluir también la definición de los deberes fiduciarios del accionista de control. Finalmente, debe contemplar el derecho de separación de los accionistas externos ante la configuración del grupo, como también la facultad del accionista de control de excluirlos al alcanzar una cierta participación en el capital.

Dada la importancia de la información para el funcionamiento eficiente de los mercados y para la adecuada protección de los derechos sustantivos de los accionistas, es necesario que se refuercen las disposiciones legales en materia de derecho a la información, permitiendo a accionistas con tenencias menores el acceso a la información societaria fuera de junta general y sin realización de auditorías especiales. También se debe exigir que las sociedades cuyas acciones se encuentren listadas informen sobre su estructura de control. Por último es importante que se eliminen los obstáculos que dificultan la participación de los inversionistas institucionales en la supervisión de la administración de las sociedades en las que participan.