

Gobierno corporativo en el Perú: contribución para re-enfocar el concepto

Juan José Martínez Ortiz

Universidad del Pacífico

Resumen

Este *paper* estudia las interacciones que se dan entre los socios mayoritarios, minoritarios y los gerentes y administradores de las empresas en el Perú. Analiza estas interacciones bajo el enfoque del problema principal-agente que se suscita en un entorno de gobierno corporativo, por medio de dos dimensiones, vertical y horizontal, y los costos en los que incurre el principal para no eliminar pero sí minimizar la incidencia de conducta oportunista del agente frente al principal. Este *paper* presenta la evidencia de cuánto falta por crear y desarrollar un entorno donde exista un buen gobierno corporativo, es decir, brindarle mayor protección al inversionista mediante un adecuado marco jurídico, existente pero que puede ser mejorado.

Palabras clave: gobierno corporativo, problema principal-agente, sociedad empresarial.

Códigos JEL: G34 y L53.

Abstract

This paper studies the interactions between majority and minority shareholders and the managers and administrators of Peruvian firms. It focuses on these interactions by means of the principal-agent problem within a corporate governance scenario employing two dimensions: vertical and horizontal. It also illustrates the types of costs incurred by the principal in minimizing the agent's extra profit. It emphasizes the weakness of the legal system in protecting private investors and shareholders.

Keywords: corporate governance, principal-agent problem, entrepreneurial society.

JEL codes: G34 and L53.

1. ANTECEDENTES

- 1.1 En el Perú, desde el año 2000, los medios financiero, contable y legal han empezado a utilizar la expresión «gobierno corporativo», concepto que era virtualmente desconocido unos años antes. Ello, como consecuencia de lo que viene ocurriendo en países desarrollados como los Estados Unidos y el Reino Unido, así como por el impulso que organizaciones como el Banco Mundial o la OECD vienen dando al tema.

Como efecto de este entusiasmo colectivo, se han desarrollado diversas iniciativas (académicas, gremiales, empresariales y legales) destinadas a «promover» un «buen gobierno corporativo». Por ello, es ahora posible encontrar en el Perú cursos, revistas y publicaciones; ponencias, concursos entre empresas y códigos de conducta referidos a dicho tema.

Las iniciativas mencionadas enfocan el problema del gobierno corporativo reconociendo la titularidad de los accionistas, la supremacía de sus intereses dentro de la organización (societaria) y la búsqueda de generación de valor. Adicionalmente, ponen énfasis en la relación existente entre accionistas, directorio y gerencia, así como en la necesidad de contar con accionistas más activos que ejerzan efectivamente sus derechos¹. Estos dos últimos aspectos son considerados como los «esenciales» del buen gobierno corporativo.

- 1.2 Nuestra hipótesis es que el gobierno corporativo es relevante, pero sus problemas y regulación no deberían ser iguales a los de países como los Estados Unidos o el Reino Unido. Para el Perú, deberían proponerse matices distintos, dada su estructura empresarial y las características de su sistema jurídico. En ese contexto, el objeto del presente artículo es evaluar el concepto de «gobierno corporativo» y definir su alcance y su pertinencia para el caso peruano, así como el enfoque que debería emplearse.

2. EL CONCEPTO DE «GOBIERNO CORPORATIVO»

Si bien existen muchas definiciones de «gobierno corporativo», aquellas más extendidas señalan lo siguiente²:

1. Al respecto, se puede consultar: Comisión Andina de Fomento (CAF) (2005); Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) (2002); Procapitales, Bolsa de Valores de Lima y Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero (2002); y «El directorio: clave del buen gobierno corporativo». En: *Invertir – La Revista del Mercado de Capitales*, Año 1, N° 4, diciembre del 2004.
2. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2004); «Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance» (conocido como «Reporte Cadbury»). En: <http://www.odce.ie/_fileupload/services/Cadbury.pdf>; Roe (2004); y *The Encyclopedia about Corporate Governance* (s.f.).

El gobierno corporativo constituye un sistema dentro de la sociedad empresarial, que incluye procedimientos, actividades (prácticas) e instituciones (normas) establecidos internamente o por fuerzas externas.

Está referido primordialmente a la relación entre accionistas de la sociedad (titulares) y su administración (directorio y gerencia). Esta relación está definida en términos de derechos, potestades y responsabilidades de cada grupo. Esto es, tiene que ver con la estructura de las sociedades empresariales y las vinculaciones entre sus elementos.

Todo ello afecta la forma en que las sociedades son conducidas, dirigidas, administradas y controladas. Esto es, las decisiones que se toman en su interior. Sin embargo, como hemos mencionado anteriormente, no solamente se habla de «gobierno corporativo» sino de «buen gobierno corporativo». En ese contexto, para comprender cabalmente el sentido de dichas expresiones, debemos referirnos al problema de agencia existente en las sociedades empresariales.

3. EL GOBIERNO CORPORATIVO Y EL PROBLEMA DE AGENCIA

3.1 Existe una relación de agencia cuando se establece un vínculo entre dos sujetos (individuales o colectivos), uno de ellos denominado «principal» y el otro «agente», en virtud del cual el agente se compromete a realizar ciertas funciones, prestaciones o actividades en interés y beneficio del principal. Si bien estas son determinadas de manera general, la característica primordial de este tipo de vínculo radica en que el alcance, el momento y el contenido específico de las funciones y actividades son determinados por el propio agente.

3.2 Las relaciones de agencia se producen cuando dos o más sujetos no pueden realizar cierto tipo de actividades directamente y se valen de otras personas para tal efecto, todo esto en un contexto de alta incertidumbre y complejidad. Ante tal situación, las partes pueden optar por establecer una «relación incompleta», con la finalidad de reducir los altos costos de transacción presentes o potenciales. En este caso se establecen solamente los aspectos esenciales de la relación, así como las actividades y prestaciones a las que, en general, se comprometen las partes. La determinación del contenido concreto de las actividades, las prestaciones y el momento de su ejecución, quedará dentro del ámbito de una de las partes de la relación. En una relación de agencia, dicha determinación le corresponde al agente (alta discrecionalidad)³.

3. Existe otro tipo de relación incompleta en la se produce la situación inversa. En la relación de empleo es el principal la parte que realiza dicha determinación.

Si bien este tipo de relación (de agencia) persigue primordialmente el beneficio del principal, no necesariamente se producen los resultados perseguidos por este, debido a la conducta estratégica (oportunist) desarrollada por el agente, quien va a pretender obtener beneficios adicionales (monetarios o no monetarios) a los previamente establecidos con el principal. A esta situación se denomina «problema de agencia».

3.3 A pesar de que la relación de agencia tiene un efecto en la reducción de costos de transacción, el problema de agencia genera una serie de costos que deben ser tomados en cuenta:

- a. Costo directo del problema de agencia. El costo directo o «pérdida residual» constituye el monto de ingresos, bienes o riqueza que son transferidos del principal al agente como consecuencia del problema de agencia. Se utiliza la expresión «pérdida residual» porque se estima que este costo siempre va a existir –en mayor o menor grado– al margen de los costos de supervisión y monitoreo y los de garantía que ello implica.
- b. Costos de supervisión y monitoreo. Para reducir el costo directo o pérdida residual que afronta, el principal puede establecer mecanismos de supervisión y monitoreo que dificulten o impidan la conducta estratégica desarrollada por el agente. Los costos de supervisión y monitoreo tienen a su vez tres componentes: i) costo de información; ii) costo de implementación de sistemas de supervisión y monitoreo; y iii) costo de oportunidad.
- c. El costo de información son los recursos que el principal tendrá que destinar a conocer el negocio, el tipo de decisiones que el agente puede tomar, sus consecuencias, etcétera. El costo de implementación de sistemas de supervisión y monitoreo son los recursos utilizados para ponerlos en funcionamiento. El costo de implementación genera a su vez un costo de oportunidad. Dicho costo existe en la medida en que todo mecanismo de supervisión y monitoreo afecta –en mayor o menor grado– el margen de discrecionalidad del agente, lo cual puede impedir la adopción oportuna de decisiones a favor del principal.
- d. Costos de garantía. Estos costos constituyen el conjunto de recursos destinados a reducir el costo directo o pérdida residual, pero desde el lado del agente. Se trata de los recursos que el agente debe destinar para «garantizar» al principal que no generará costos directos de agencia. Es decir, que no se comportará de manera oportunista.

3.4 En el contexto señalado, el gobierno corporativo constituye un sistema que responde al problema de agencia –en sus diversas modalidades– que se produce en las sociedades empresariales. Desde esta perspectiva, un sistema de buen gobierno corporativo debe estar orientado a reducir o minimizar los costos que involucra el problema de agencia, pero manteniendo la naturaleza de la relación de agencia como una relación incompleta derivada de la existencia de costos de transacción.

Esto explica la razón por la cual los códigos de buen gobierno corporativo inciden, por ejemplo, en la generación y difusión de información, la reducción de su costo, los mecanismos de desincentivo a la conducta estratégica (u oportunista) del agente y el incentivo a la participación más activa (supervisión y monitoreo) de los socios o accionistas (principal).

Si bien en todas las sociedades empresariales existe el problema de agencia, este no se manifiesta de la misma manera en los diversos países. Así, por ejemplo, Roe señala que los problemas del gobierno corporativo tienen dos dimensiones distintas del problema de agencia, que él denomina «dimensión vertical» y «dimensión horizontal» (2004: 2).

La dimensión vertical del problema del gobierno corporativo se refiere a la relación existente entre los socios o accionistas de la sociedad empresarial (titulares de la misma) y su administración (directorio y gerencia). En este caso, los socios o accionistas constituyen los «principales» (una pluralidad de sujetos) titulares de la entidad (la sociedad empresarial) por medio de la cual persiguen un beneficio (utilidad, dividendos, valor de las participaciones o acciones). Los agentes son los administradores (directores y gerentes), quienes tienen a su cargo la administración y gestión directa de la sociedad, cuya misión principal es hacer que esta aumente su valor. Esta es la situación que típicamente predomina en los Estados Unidos y el Reino Unido. En estos países existe una separación entre la «propiedad» y el «control» de las sociedades empresariales. En virtud de ello, la propiedad de la sociedad por lo general se encuentra diseminada entre muchos socios o accionistas y la administración, en manos de un grupo profesional. Dado que cada uno de los socios o accionistas –porcentualmente– tiene una participación menor, estos no tienen motivación o incentivos⁴ para supervisar, fiscalizar o monitorear el trabajo de los administradores. Esto deja espacio para que se produzca el problema de agencia y que los administradores realicen prácticas

4. Estos socios o accionistas se ven afectados adicionalmente por el «problema de acción colectiva» (falta de incentivo para actuar en beneficio del grupo). Esta situación hace que se agrave el problema de agencia.

«expropiatorias» de los socios o accionistas⁵. En ese contexto, los sistemas de gobierno corporativo que enfrentan este problema plantean como retos: i) la generación de información para el socio o accionista; ii) la generación de mecanismos que incentiven su mayor participación; y iii) la generación de mecanismos que induzcan al directorio a actuar lealmente frente a los «todos» los accionistas⁶.

La dimensión horizontal del problema del gobierno corporativo se refiere, en cambio, al caso de sociedades empresariales en las que el control y la administración son asumidos por alguno(s) de los socios o accionistas, en función de las participaciones o acciones con las que cuenta(n) y que le(s) permite ejercer dicho control. En este caso, quienes asumen el control y administración de la sociedad también se encuentran en posición de agente respecto a los demás accionistas (principales) que no pueden o no quieren ejercer el control. Esta imposibilidad se da porque los socios o accionistas minoritarios no ostentan los derechos legales para tal efecto (estrictamente minoritarios) o porque no cuentan con incentivos para actuar (por estar sujetos al problema de acción colectiva). En esta situación, se da la posibilidad de que el socio mayoritario o controlador desarrolle una conducta oportunista y realice también prácticas «expropiatorias» en desmedro del socio minoritario, quien no podrá actuar en defensa de sus derechos e intereses. En ese contexto, los sistemas de gobierno corporativo que enfrentan este problema tienen como retos: i) la protección de los intereses y derechos de las minorías mediante efectivos mecanismos de tutela; y ii) la generación de incentivos para que el socio mayoritario o controlador reduzca su comportamiento estratégico.

Como hemos visto, la diferencia entre las distintas modalidades del problema de agencia o de las distintas «dimensiones de los problemas del gobierno corporativo» (para utilizar la terminología de Roe) justifica enfoques y soluciones distintos. En un caso tratamos de minimizar la conducta oportunista de la administración de la sociedad. En el otro, se trata de la conducta oportunista de otro socio o accionista. Por tal razón, las propuestas sobre buen gobierno corporativo deberían identificar primero el tipo de país y de sociedades empresariales existentes y luego, las medidas, los mecanismos y los sistemas más adecuados al tipo de problema que enfrentan.

-
5. Las prácticas «expropiatorias» consisten en el desvío de ingresos, activos, utilidades y oportunidades comerciales fuera de la sociedad empresarial (hacia los administradores). Las modalidades pueden ser simples y burdas (como el robo abierto) o complejas y altamente elaboradas (mediante transacciones difíciles de evaluar). También están incluidos los casos de sobrecompensación o incompetencia de los administradores (dado que la sociedad empresarial no recibe la contraprestación correspondiente al pago que ha realizado).
 6. Esto último explica el desarrollo legal de deberes fiduciarios y otros mecanismos como la inclusión de directores externos, independientes, y la conformación de comités especiales autónomos.

4. EL CASO DE LAS SOCIEDADES EMPRESARIALES PERUANAS

4.1 En América Latina –en general– y en el Perú –en particular– las sociedades empresariales presentan mayoritariamente el problema de agencia o problema de gobierno corporativo correspondiente a la dimensión horizontal. Es decir, se presenta el caso de sociedades en las que existe un socio mayoritario o controlador que asume la administración de la sociedad (controlando el directorio, la gerencia y otros órganos de gestión) (OECD s.f.).

4.2 Este modelo o dimensión del problema de agencia en las sociedades empresariales se produce debido a la distribución de la riqueza y la estructura de la propiedad empresarial en el Perú⁷. Tradicionalmente, la propiedad de las grandes empresas se ha concentrado alrededor de un grupo limitado de familias, quienes han mantenido el control de la gestión. En estos casos, se han utilizado distintos métodos de articulación entre empresas para mantener el control y se han diseñado mecanismos para separar los derechos políticos y económicos de los socios o accionistas (OECD s.f.: 59-60). Asimismo, se han utilizado métodos de financiamiento internos, dentro de sus grupos empresariales, y externos, por medio de la banca comercial. En este contexto, es fácil imaginar que los miembros de una familia, familias vinculadas o empleados afines al grupo empresarial mayoritario, han resultado involucrados en el control y gestión de las sociedades empresariales por medio de su designación en los directorios o las gerencias.

A pesar de las reformas económicas, la apertura de mercados y el desarrollo reciente del mercado de valores en el Perú, la estructura de propiedad de las empresas parece seguir siendo más o menos la misma⁸, por ello afirmamos que predomina el modelo horizontal de problema de agencia.

5. LAS LIMITACIONES DEL MOVIMIENTO POR EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EL PERÚ

5.1 Como hemos mencionado antes, el movimiento en pro del buen gobierno corporativo en el Perú se enfoca primordialmente en la relación existente entre socios (accionistas) y la administración de la sociedad (directorio y gerencia). Esto es, teniendo en mente el

7. El coeficiente de Gini muestra la distribución del ingreso en un país. En el Perú el coeficiente de Gini es mayor a 0,4, lo que refleja una alta diferenciación en el ingreso y la concentración de la riqueza. Al respecto, véase: Mendoza (2003); Cepal. *Indicadores sociales*. Documento estadístico. Abril del 2003. En: <<http://www.comunidadandina.org/estadisticas/SGde059.pdf>>. También se puede revisar OECD (s.f.: 57-60) y, en el mismo sentido, Banco Mundial (BM) y Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004).

8. Aunque ello podría estar cambiando en alguna medida, como consecuencia de la inversión extranjera directa llegada en los últimos años.

problema del gobierno corporativo en su dimensión vertical, asumiendo que existe diferenciación entre «propiedad» y «control». Como consecuencia de ello, las investigaciones, los artículos, las propuestas y el código sobre buen gobierno corporativo se centran en: i) los derechos de información del accionista; ii) su participación más activa en las Juntas Generales; iii) el reforzamiento del rol del directorio; y iv) la necesidad de contar con directores independientes o externos⁹.

Esta visión limita los alcances de las propuestas sobre buen gobierno corporativo, porque no resultan consistentes con nuestra realidad y no atacan específicamente las modalidades de problema de agencia existentes en las sociedades empresariales peruanas.

Dado que en el Perú impera la dimensión horizontal de los problemas del gobierno corporativo, este sistema debe priorizar la protección de los socios o accionistas minoritarios, quienes enfrentan el riesgo de que sus derechos sean «expropiados» mediante diversas prácticas del socio o accionista mayoritario o controlador (ya sea desde dicha posición o por medio del control que ejerce en la administración). Ello antes que incidir en el rol del directorio, ya que esta figura resulta más relevante para los problemas en la dimensión vertical¹⁰.

Para tal efecto, un sistema de buen gobierno corporativo debería reconocer, promover y tutelar los derechos de propiedad de los socios o accionistas minoritarios, dotándolos de mecanismos efectivos de tutela de sus intereses y derechos. Este último aspecto es importante, ya que sin dichos mecanismos el reconocimiento y la promoción de los derechos se convertirán en algo meramente formal y nominativo, sin eficacia real.

Otro aspecto característico del movimiento pro buen gobierno corporativo es que pareciera concebirlo como un sistema «voluntario», que puede ser promovido, pero cuya implementación depende –únicamente– de la «buena disposición» las sociedades empresariales¹¹. Esta visión explica que los «Principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas»¹² constituyan solamente una guía orientadora, sin verdadero contenido obligatorio¹³ para las sociedades empresariales.

9. Véase la nota a pie 1.

10. Roe (2004: 9) señala que el directorio es la institución esencial del gobierno corporativo en su expresión vertical.

11. Esta línea de pensamiento ha sido planteada por algunos autores nacionales. Por ejemplo: Loncharich (2005). También: Salas Sánchez (2005).

12. Los «Principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas» fueron elaborados por una comisión constituida por representantes de los sectores público y privado. Esta comisión estuvo presidida por la Conasev e integrada por representantes del Ministerio de Economía y Finanzas, la

5.2 Desde el análisis económico (AE) se sostiene que si un mercado es perfecto y eficiente, no resulta necesaria la intervención «correctora» del sistema jurídico (a través de normas). Aplicado esto al caso del gobierno corporativo, se sostiene que si los mercados son eficientes, estos inducirán un comportamiento voluntario de los socios, accionistas, directores y gerentes que alinearán los intereses involucrados¹⁴ y –en consecuencia– reducirán el problema de agencia (en sus diversas manifestaciones). En este contexto, se señala que los mercados relevantes para tal efecto son: i) mercado de bienes y servicios; ii) mercado de capitales; iii) mercado por el control de empresas; y iv) mercado por directores y gerentes (mercado laboral).

En el primer caso (mercado de bienes y servicios), se señala que un gobierno corporativo deficiente (una administración mala o abusiva, por ejemplo) afectará los costos de la sociedad empresarial y su nivel de competitividad. Como resultado, la sociedad con un mal gobierno corporativo no podrá competir eficazmente en el mercado de bienes y servicios, y su posición declinará hasta ser –finalmente– eliminada del mismo¹⁵. Si bien este mecanismo puede reducir el problema de gobierno corporativo en su manifestación vertical, el mismo no corrige su manifestación horizontal. Esto porque el socio mayoritario o controlador tiene el incentivo de permanecer en el mercado de bienes y servicios y obtener resultados económicos favorables, pero no tiene ningún incentivo para tratar equitativamente a los minoritarios en la distribución de tales resultados¹⁶. En ese sentido, se mantiene el problema de agencia.

Luego se señala que el mercado de capitales puede inducir un mejor gobierno corporativo, porque los inversionistas en dicho mercado evaluarán el desempeño de la sociedad empresarial y, particularmente, el desempeño de socios controladores y su administración. De este modo, si el gobierno corporativo de la sociedad es deficiente, esta no conseguirá financiamiento o lo hará a un costo más alto del que pudiera haber logrado. Sin embargo, en el Perú estos resultados difícilmente podrían producirse dados

Superintendencia de Banca y Seguros, la Bolsa de Valores de Lima, la Asociación de Bancos (Asbanc), la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (Confiep), la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales) y el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financieros (MC&F). Son principios guía. No tienen contenido vinculante (voluntarios).

13. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), mediante Resolución de Gerencia General 096-2003-EF/94.11, ha establecido la obligación de informar sobre el nivel de cumplimiento de los «Principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas».
14. Roe (2004: 6-16). También: Goshen (1998: 111-6).
15. Sin embargo, Roe ha señalado que dicho resultado no necesariamente se producirá si nos encontramos en mercados oligopólicos o monopolísticos, dado el margen (rentas) que las empresa tienen en tales mercados. También habrá una limitación de estos mercados cuando una empresa tenga grandes recursos invertidos y solo necesite recuperar –para sobrevivir– los costos variables (2004: 7).
16. Goshen señala lo mismo para el caso de Israel (2004: 114).

el limitado nivel de desarrollo de su mercado de capitales, los niveles de concentración y vinculación empresarial existentes¹⁷ y la falta de protección a los socios o accionistas minoritarios.

El mercado por el control de empresas está íntimamente vinculado al mercado de capitales. La lógica en este caso es que sociedades empresariales con un gobierno corporativo deficiente verán reflejada dicha situación en el valor de sus participaciones o acciones en el mercado (bolsas de valores), lo que dará lugar a que otras empresas o sujetos (inversionistas potenciales) las adquieran a un costo bajo para asumir el control de la sociedad empresarial, administrarla mejor y generar mayor valor (que finalmente se verá expresado en la cotización de sus acciones o participaciones). Sin embargo, para que esta alternativa funcione debe existir un mercado de capitales lo suficientemente desarrollado, con un suficiente número de participaciones o acciones negociables, que permita a sujetos ajenos a la sociedad realizar una oferta y adquirir el control. En el Perú no parece existir una situación que permita el funcionamiento de un mercado por el control de empresas¹⁸.

En el caso del mercado laboral se señala que si este es eficiente, los directores y gerentes (de distintas sociedades empresariales) competirán entre sí para demostrar su mayor capacidad y valor, con el objetivo de obtener ascensos, mejores trabajos, posiciones profesionales más respetadas y mayores ingresos. Se supone que esta competencia dejará en evidencia a los directores y gerentes que tienen un mal desempeño y permitirá su sustitución por otros mejores. De este modo, la gestión de la sociedad debería mejorar y se debería reducir el comportamiento oportunista de dichos sujetos. Sin embargo, en el Perú el mercado laboral –al menos en lo que respecta a directores y gerentes– no presenta dichas características competitivas. Como hemos visto, en la mayoría de los casos la participación o accionariado de las sociedades se encuentra concentrada y existen socios mayoritarios o controladores que pueden tomar el control del directorio y la gerencia (a través de los nombramientos que pueden realizar). En este caso no existe competencia entre los directores o gerentes de distintas sociedades empresariales, porque sus nombramientos dependen del socio mayoritario o controlador. En el mejor de los casos, el incentivo de dichas personas es manejar la empresa siguiendo los intereses o disposiciones del socio controlador. Si bien esto reduce el problema de gobierno corporativo en manifestación vertical, no se corrige su manifestación horizontal.

17. Sobre las limitaciones y los retos del mercado de capitales en el Perú, véase Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (2001).

18. Esto, por las mismas razones que en el caso del mercado de capitales: estructura de propiedad empresarial concentrada y bajo nivel de penetración del mercado de capitales.

5.3 Como hemos visto, en el Perú existen importantes limitaciones en el desarrollo de los mercados como para inducir a las sociedades empresariales a la adopción voluntaria de normas de buen gobierno corporativo. Desde esa perspectiva, plantear la adopción de «reglas voluntarias» parece un mecanismo poco eficaz para su implementación. Si embargo, en la ausencia o funcionamiento limitado de estos mecanismos de mercado, se ha planteado el papel que puede cumplir el marco institucional (las normas, el sistema jurídico) para la promoción e implementación de un buen gobierno corporativo¹⁹. En ese contexto analizaremos las disposiciones del marco normativo peruano –referidas al gobierno corporativo–, en la siguiente sección.

6. EL SISTEMA JURÍDICO PERUANO Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

6.1 En este rubro analizaremos diversas normas del sistema jurídico peruano que tienen que ver con el gobierno de las sociedades empresariales, los derechos de los socios y accionistas y el rol de la administración (directorio y gerencia), con el propósito de evaluar su nivel de contribución a un buen gobierno corporativo.

6.2 De manera general, la Ley General de Sociedades peruana (LGS) ha establecido los derechos de los socios o accionistas de toda sociedad empresarial. Así, por ejemplo, podemos citar los siguientes:

- a. Derechos de información. La LGS contiene diversas normas orientadas a reducir los costos de información de los socios o accionistas, desde el reconocimiento general al derecho de información²⁰ hasta el requerimiento concreto de información que debe ser producida por los administradores y efectivamente comunicada a los socios (como estatutos, memorias, estados financieros, informes de auditoría)²¹. En buena cuenta, las normas citadas establecen la obligación de producir cierta información y de entregarla a los accionistas.

19. En este sentido se han pronunciado, por ejemplo, La Porta, López de Silanes y Vishny. Ellos señalan el rol del sistema jurídico para el desarrollo de mercados financieros, así como la importancia de regular el problema de agencia existente entre el socio o accionista mayoritario o controlador y los potenciales inversionistas (que vendrían a ser socios o accionistas minoritarios). Al respecto, véase: La Porta, López de Silanes y Shleifer (2004). También véase: Djankow, La Porta, López de Silanes y Shleifer (2004).

20. Ejemplos:

Derecho de información: arts. 57, 96 num. 2, 130, 175, 224, 261.

Publicidad y comunicaciones: arts. 44, 58, 113, 258.

21. Ejemplos:

Memoria y estados financieros: arts. 222, 299 num. 3.

Auditorías: arts. 225–227, 242, 260.

- b. Voto acumulativo, para la elección de directores por las minorías²². Este sistema está orientado a potenciar el poder de la minoría y lograr la designación de un miembro en el directorio, elegido por dicho sector.
- c. Quórum especiales y votación calificada para ciertas materias como modificación de los estatutos, fusiones, disolución y liquidación²³. Como en el caso anterior, este mecanismo puede potenciar los derechos de las minorías ante cambios radicales que se quiera adoptar en la sociedad.
- d. Derecho de separación²⁴.
- e. La legitimidad para obrar de los socios o accionistas individualmente considerados²⁵. En este caso, el socio o accionista debe probar la causalidad entre la conducta de los directores y un daño específico ocasionado al socio o accionista demandante.

6.3 Adicionalmente, la LGS ha establecido un conjunto de deberes a los que están sometidos los administradores de las sociedades (directores y gerentes), destinados a reducir su conducta estratégica y reducir –de este modo– el problema de agencia que podría presentarse. Entre ellos se encuentran:

- a. La obligación genérica de los directores de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante (art. 171), así como la obligación de diligencia y cuidado frente a particulares situaciones previstas en la ley (arts. 173, 176).
- b. La obligación de los directores a desempeñarse lealmente (art. 171). Vinculado a ello, la misma ley prevé:
 - La obligación de los directores a adoptar acuerdos que cautelen el interés social (antes que su interés particular).
 - La prohibición de utilizar en beneficio propio o de terceros las oportunidades de negocios de que tuvieran conocimiento en razón de su cargo.
 - La abstención de participación en asuntos en los que el director tenga interés en conflicto con la sociedad y la prohibición de competir con la sociedad (art. 180).

22. LGS, art. 156.

23. LGS, arts. 115 y 126.

24. LGS, art. 200.

25. LGS, art. 182.

- Vinculado a ello se establece que los directores solo podrán celebrar con la sociedad contratos sobre operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se pacten en condiciones de mercado (art. 179).
- Por último, se establece que los directores son responsables civilmente por los daños que causen al actuar contra la ley, el estatuto o por los actos realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.

c. La ley prevé expresamente la legitimidad para obrar de la sociedad, para hacer efectiva la responsabilidad civil de los directores²⁶ por la vía judicial, previo acuerdo de la junta general de accionistas.

6.4 Sin embargo, los mecanismos establecidos en la LGS funcionan imperfectamente y –en la práctica– presentan una serie de limitaciones para el establecimiento de prácticas de buen gobierno corporativo en las sociedades peruanas.

En primer lugar, queda claro que los deberes de lealtad y diligencia recaen en los directores de la sociedad, pero no en los socios o accionistas mayoritarios o controladores que poseen el control y la toma de decisiones en la sociedad empresarial. Estos deberes solamente serían aplicables a tales sujetos si ocupan cargos en el directorio. Tampoco son aplicables a tales socios o accionistas las reglas sobre conflictos de interés (que están dadas para los directores).

En ese contexto, existen casos en los que los directores, con el cumplimiento de una mera formalidad, quedan inmunes a cualquier cuestionamiento sobre el cumplimiento de sus deberes. Por ejemplo, el artículo 179 de la Ley General de Sociedades señala que un director solo puede celebrar con la sociedad contratos que versen sobre aquellas operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se concreten bajo condiciones de mercado. Sin embargo, dicho requisito puede obviarse si el directorio así lo autoriza. En este caso, el deber de lealtad de los directores ante un contrato concreto con ellos mismos sería dejado de lado en virtud de un acto de los propios directores (acuerdo aprobando la operación). Esta situación se agudiza en el caso de una sociedad con un socio o accionista mayoritario o controlador que ha logrado designar a todos o a la mayoría de miembros del directorio.

Finalmente, dado que los deberes de diligencia y lealtad son mecanismos de control posterior, siempre se requiere de un proceso judicial (o arbitral) que determine –para un

26. LGS, art. 181.

caso concreto– si dichos deberes se han cumplido y si los directores o gerentes han obtenido beneficios indebidos. Ante esa situación, el artículo 181 de la Ley General de Sociedades ha establecido que la sociedad empresarial (en tanto que personas jurídica) es la única que tiene legitimidad para obrar respecto de una pretensión de responsabilidad por incumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad. En virtud de ello, la sociedad empresarial solamente podrá actuar luego de que la junta o el directorio así lo acuerden²⁷.

Sin embargo, dicha posibilidad es ilusoria porque si existe un socio o accionista mayoritario asumiendo el control de las decisiones, el acuerdo para actuar nunca podrá darse. Si, por otro lado, el socio o accionista minoritario quisiera actuar de manera directa e individual sobre la base de la pretensión establecida en el artículo 182 de la citada ley, este tendría que alegar un daño directo y específico más allá de la afectación general a sus intereses, derivado de la marcha de la sociedad. Ello también resulta poco probable, considerando los limitados incentivos con que cuenta un socio o accionista minoritario (sujeto al problema de acción colectiva).

6.5 Por otro lado, el tratamiento a las prácticas de manejo de información privilegiada (*insider trading*) en la Ley del Mercado de Valores peruana (LMV) también grafica las limitaciones del sistema jurídico frente al buen gobierno corporativo.

El artículo 41 de la LMV establece una primera presunción acerca de sujetos que tienen acceso a información privilegiada (no pública)²⁸ de empresas emisoras de valores o inversionistas institucionales²⁹, que de ser divulgada puede afectar el valor, precio o cotización de valores emitidos. Esta presunción se refiere a personas que por su

-
- 27. Subsidiariamente podría actuar otro accionista, pero luego de que dicho acuerdo es adoptado por tales instancias.
 - 28. El artículo 40 de la ley define como «información privilegiada» cualquier información proveniente de un emisor referida a este, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de la ley y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación por realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.
 - 29. El artículo 8 de la ley define como «inversionistas institucionales» a los siguientes: los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros; los agentes de intermediación; las administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos; así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que la Conasev califique como tales.

posición en la empresa pueden tener acceso a información confidencial³⁰. Dicha presunción también alcanza al cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en dicho artículo.

Adicionalmente, el artículo 42 de la LMV señala una segunda presunción, acerca de las personas que tienen acceso a información privilegiada (no pública)³¹. Se trata de personas que no necesariamente pertenecen a la empresa, pero que en razón de alguna vinculación comercial o administrativa pueden tomar conocimiento de tal información.

Por último, el artículo 43 prohíbe todo tipo de uso o manipulación de información privilegiada (*insider trading*) y establece que aquellas personas que obtuvieron beneficios por dicha vía deben restituir a la empresa emisora o al fondo los beneficios

-
30. Artículo 41.- Presunción de acceso.- Salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que poseen información privilegiada:
- a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso;
 - b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales;
 - c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales; y
 - d) El cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes.
31. Artículo 42.- Otras presunciones.- Además, salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso al hecho objeto de la información, las siguientes personas:
- a) Los socios y administradores de las sociedades auditoras contratadas por el emisor;
 - b) Los accionistas, socios, directores, administradores y miembros de los Comités de Clasificación de las clasificadoras, así como los integrantes de la Comisión Clasificadora de Inversiones a que se refiere el Decreto Ley N° 25897;
 - c) Los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación;
 - d) Los miembros del consejo directivo, gerentes y demás funcionarios de las bolsas y entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados;
 - e) Los directores y funcionarios de las instituciones encargadas del control o supervisión de emisores de valores de oferta pública o inversionistas institucionales, incluyendo a Conasev y la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones;
 - f) Los directores, gerentes y demás funcionarios de las instituciones de compensación y liquidación de valores;
 - g) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor e inversionistas institucionales;
 - h) Las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión;
 - i) Los funcionarios de las instituciones financieras que estén a cargo de los créditos a favor del emisor;
 - j) Los funcionarios del emisor y de los inversionistas institucionales, así como de sus sociedades vinculadas; y
 - k) Los parientes de las personas señaladas en los incisos a), b) y c) del artículo anterior y de las mencionadas en los incisos precedentes.

percibidos³². La prohibición de este tipo de prácticas (*insider trading*) se basa en los efectos negativos que puede tener³³.

Pese a la importancia del tema para el buen gobierno corporativo, las presunciones sobre manejo de información privilegiada se han establecido de manera restringida. Nótese que las presunciones referidas al primer grupo de personas (artículo 41) solamente alcanzan a los cónyuges y a parientes de primer grado de consanguinidad. Esta presunción se extiende a otras personas con relación de parentesco únicamente si se puede demostrar –fehacientemente– que tuvieron acceso a la información reservada. Ello implica que la carga de la prueba corresponderá a las autoridades (Conasev, por ejemplo) o a los socios o accionistas minoritarios que afirmen la realización de prácticas de manejo de información privilegiada. Esto es particularmente grave si se consideran los complejos mecanismos que pueden adoptar dichas prácticas frente a la estructura de la propiedad empresarial existente en el Perú. En este contexto, es fácil imaginar que muchos miembros de una familia (o familias vinculadas empresarialmente) resulten envueltos en la gestión de sus compañías, y asumir –razonablemente– que cuentan con acceso a información confidencial. Por ello, una más extensa presunción de “acceso a información confidencial o privilegiada” hubiera sido conveniente, en pro del principio de transparencia señalado en la ley y de la promoción del buen gobierno corporativo.

7. UNA NUEVA ORIENTACIÓN PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL PERÚ

7.1 Como hemos visto, el problema de agencia o problema de gobierno corporativo que prevalece en el Perú es el de dimensión horizontal, esto es, el existente entre el socio o accionista mayoritario o controlador y los minoritarios (sin poder en la toma de decisiones).

-
32. Artículo 43.- Prohibiciones.- Las personas que posean información privilegiada están prohibidas de:
- Revelar o confiar la información a otras personas hasta que esta se divulgue al mercado;
 - Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y
 - Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.
- Estas personas están obligadas a velar por que sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en este artículo.
- Las personas que incumplan las prohibiciones establecidas en el presente artículo deben hacer entrega al emisor o fondo, cuando se trate de información relativa a las operaciones de los fondos mutuos, fondos de inversión y de pensiones, de los beneficios que hayan obtenido.
33. Véase en el ámbito nacional los comentarios de Ugarte y Reggiardo, quienes comentan las razones por las cuales el *insider trading* debe estar prohibido.

7.2 El sistema jurídico peruano no ofrece una adecuada protección al socio o accionista minoritario y lo deja expuesto al comportamiento oportunista del socio mayoritario o controlador (a través de prácticas «expropiatorias»). Si bien esta situación resulta inaceptable desde la óptica del buen gobierno corporativo, el movimiento peruano no lo ha considerado como un punto primordial en sus propuestas.

En este sentido, es pertinente tener en cuenta el informe sobre el cumplimiento de estándares y códigos en relación con el gobierno corporativo en el Perú, realizado por una misión conjunta del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (2004: 3-13). En términos generales, dicho informe ha señalado que, si bien los derechos de los socios o accionistas mayoritarios están reconocidos jurídicamente (formalmente en la ley), en la práctica se presentan una serie de deficiencias de buen gobierno corporativo, entre las cuales se puede mencionar las siguientes:

- a) Insuficientes o inefectivos mecanismos de protección de los derechos de los socios o accionistas minoritarios.
- b) Nula supervisión, detección y sanción de casos de manejo de información privilegiada (*insider trading*).
- c) Nula supervisión, detección, revelación y sanción de transacciones que involucren conflictos de interés, ya sea de los administradores (directores y gerentes) o de los socios o accionistas controladores, frente a la sociedad empresarial (falta de transparencia).
- d) Excesiva influencia del socio o accionista mayoritario o controlador sobre el directorio o la gerencia. Esto afecta los derechos de información de los socios o accionistas minoritarios y el desempeño de los directores designados por estos.
- e) Falta de asignación de deberes fiduciarios o de trato equitativo a los socios o accionistas mayoritarios o controladores, frente a los minoritarios.
- f) Existencia de un Código de Buen Gobierno Corporativo que es demasiado general y requiere ser revisado para tratar los problemas de gobierno corporativo existentes en la realidad peruana (BM y FMI 2004: 15).

- 7.3 Considerando la estructura empresarial peruana, el limitado desarrollo en los mercados de bienes y servicios, de capitales, de control de empresas y de directores y gerentes (mercado laboral), así como la situación en que se encuentra el gobierno corporativo, existe amplio espacio para que el sistema jurídico establezca disposiciones efectivas de protección a los socios y accionistas minoritarios de las sociedades peruanas. Es decir, para promover –mediante el uso de instituciones– el buen gobierno corporativo en el Perú.
- 7.4 Como demuestran diversos estudios³⁴, el nivel de protección de los socios o accionistas minoritarios contribuye al desarrollo de confianza en los inversionistas (actuales o potenciales), a la creación o expansión de los mercados financieros (especialmente de capitales) y al incremento de la capacidad de las empresas para lograr financiamiento de fuentes externas.
- 7.5 En ese contexto, se ha señalado que el establecimiento de efectivas reglas de protección al inversionista –específicamente reglas de responsabilidad³⁵ promovidas por iniciativa privada– benefician particularmente el desarrollo de los mercados de capitales. Como consecuencia de este mayor desarrollo del mercado, se promovería un mejor acceso al financiamiento de las sociedades empresariales peruanas, en mejores condiciones y a un menor costo. Hacia ello debería orientarse el movimiento por el buen gobierno corporativo en el Perú.

34. Véase la nota 19. Véase también: La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 2001).

35. Esto es, reglas *ex post*. Resultan convenientes porque proveen de incentivos a los inversionistas (socios o accionistas minoritarios) e involucran menores costos para su realización (*enforcement*). Al respecto véase: La Porta, López de Silanes y Shleifer (2004).

BIBLIOGRAFÍA

BANCO MUNDIAL y FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

2004 *Informe sobre el cumplimiento de normas y códigos (ROSC). Evaluación del gobierno corporativo en la República del Perú.* Disponible en: <http://www.worldbank.org/ifa/ros_cg_per.pdf>.

COMISIÓN ANDINA DE FOMENTO

2005 *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.* Disponible en: <<http://www.caf.com/attach/14/default/LCAGC.pdf>>.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

2003 *Indicadores sociales.* Documento estadístico. Disponible en: <<http://www.comunidadandina.org/estadisticas/SGde059.pdf>>.

COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES

2002 *Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas.* Disponible en: <<http://www.conasev.gob.pe/Acercade/BuenGobierno/principios%20buen%20gobierno.pdf>>.

DJANKOW, Simeon; Rafael LA PORTA; Florencio, LÓPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER

2004 *The Law & Economics of Selfdealing.* Disponible en: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/working_papers/selfdeal1%20nov4.pdf>.

GOSHEN, Zohar

1998 «Controlling Corporate Agency Costs: A United States – Israeli Comparative View». En: Cardozo *Journal of International & Comparative Law*, Vol. 6, N° 1, pp. 111–6.

LA PORTA, Rafael; Florencio LÓPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER

2004 *What Works in Securities Laws?* Disponible en: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/working_papers/WhatWorksInSecuritiesLaws/securities06112004complete.pdf>.

LA PORTA, Rafael; Florencio LÓPEZ DE SILANES, Andrei SHLEIFER y Rober VISHNY

2001 *Law & Finance.* Disponible en: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Law%20and%20Finance-All/Law%20and%20Finance.pdf>>.

1997 *Legal Determinants of External Finance.* Disponible en:

<<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Legal%20Determinants-All/Legal%20Determ%20External%20Fin.pdf>>.

LONCHARICH LOZANO, Ivanna

2005 «Gobierno corporativo: En beneficio de todos». En: *Jurídica.* Suplemento de Análisis Legal del Diario Oficial *El Peruano*, Año 2, N° 28. Martes 11 de enero.

MENDOZA, Waldo

2003 «Perú: pobreza, política social y contexto macroeconómico». Ponencia presentada en: V Reunión de la Red para la Reducción de la Pobreza y la Protección Social. Disponible en: <<http://www.iadb.org/int/drp/esp/Red3/documentos/8>>.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

2001 *Acceso a financiamiento a través del mercado de valores*. Disponible en: <http://transparencia-economica.mef.gob.pe/documento/doc/Documento_Mercado_de_Valores.pdf>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT

2004 OECD *Principles of Corporate Governance*. Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>.

s.f. «'White paper' sobre gobierno corporativo en América Latina». Disponible en: <<http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>>.

PROCAPITALES, BOLSA DE VALORES DE LIMA y CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADOS DE CAPITALES Y FINANCIERO

2002 *Recomendaciones para un buen gobierno corporativo*. Disponible en: <<http://www.procapitales.org/indice3.html>>.

ROE, Mark

2004 *The Institutions of Corporate Governance*. Harvard Law & Economics Discussion Paper N° 488. HLS. Disponible en: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612362>.

SALAS SÁNCHEZ, Julio

2005 «Las funciones del directorio y la gerencia en la Ley General de Sociedades». En: *Jurídica*. Suplemento de Análisis Legal del Diario Oficial *El Peruano*. Año 2, N° 28. Martes 11 de enero.

THE ENCYCLOPEDIA ABOUT CORPORATE GOVERNANCE

s.f. Disponible en: <<http://www.encycogov.com/WhatIsGorpGov.asp>>.

Documentos legales

Conasev. Resolución Gerencia General 096-2003-EF/94.11.

Ley General de Sociedades. Ley 26887.

Ley del Mercado de Valores. Decreto Supremo 093-2002-EF.

Decreto Ley 25897.

Artículos periodísticos

«El directorio: clave del buen gobierno corporativo». En: *Invertir – La Revista del Mercado de Capitales*, Año 1, N° 4. Diciembre del 2004.

«Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance» («Reporte Cadbury»). Disponible en: <http://www.odce.ie/_fileupload/services/Cadbury.pdf>.

Salas Sánchez, Julio, «Las funciones del directorio y la gerencia en la Ley General de Sociedades». En: *Jurídica*. Suplemento de Análisis Legal del Diario Oficial *El Peruano*, Año 2, N° 28. Martes, 11 de enero de 2005.