

# Las claves del Gobierno Corporativo\*



## **JAVIER TOVAR GIL**

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Máster en Derecho Internacional Económico por la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Profesor de Derecho Internacional Privado en la Maestría de Derecho Internacional Económico de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.  
Ex presidente de la Comisión Nacional Supervisora de Valores (CONASEV).  
Ex presidente de la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (PROCAPITALES).  
Miembro del Consejo Consultivo de la Revista **ADVOCATUS**.



\* Segunda versión, 2015.

### SUMARIO:

- I. El Gobierno de las Corporaciones.
- II. Las reglas del Gobierno Corporativo.
- III. Los factores claves: las reglas principales.
  1. La identificación de la sociedad. ¿Qué clase de compañía soy? ¿Quién manda a quién? ¿Cuáles principios son los mejores para mí?
  2. La regla del valor: para quién y para qué gobierna el Directorio.
  3. El sistema de solución de conflictos de interés.
  4. El Directorio y el Principal Ejecutivo.
  5. Retribución de los directivos.
  6. La política de dividendos.
  7. La política de información.
  8. Los sistemas de solución de controversias.
- IV. Respuestas del Derecho frente al Gobierno Corporativo.

AUTOR NACIONAL

ADVOCATUS 131

## RESUMEN:

¿Cómo lograr que una sociedad se maneje a través de un Gobierno Corporativo adecuado? En el presente trabajo el autor desliza una respuesta a dicha interrogante, mediante el desarrollo de las reglas principales con que debe contar una sociedad a efectos de lograr un buen gobierno de la misma, como por ejemplo aquellas referidas a los sistemas de solución de conflictos de interés, la retribución de los dividendos, la política de información, entre otros. De igual manera, el artículo analiza cuál debería ser la respuesta del Derecho frente a este aspecto societario.

Palabras clave: Javier Tovar Gil; Derecho Societario; Derecho Corporativo; Gobierno Cooperativo.

## ABSTRACT

¿How to achieve a company handled through a proper Corporate Governance? In the present work the author slips an answer to this question by explaining the principles rules a corporation needs to have in order to accomplish good governance, as the ones about conflicts of interest resolution systems, dividend payouts, information policies, and others. Furthermore, the academic paper analyzes which should be the answer of Law to this corporate phenomenon.

Keywords: Javier Tovar Gil; Corporate Law; Societies; Corporate Governance.

Hace siete años escribí la primera versión de este artículo, se publicó en la revista Economía y Derecho, hoy es tiempo de actualizarlo a la luz de la experiencia más reciente y la evolución de mis propias ideas sobre Gobierno Corporativo.

La verdad es que la mayor parte de lo escrito en la primera versión sigue manteniéndose vigente y, por tanto, se mantiene intacta. Sin perjuicio de ello algunas de las ideas presentadas entonces han evolucionado, o consolidado; razones que justifican una revisión.

### I. EL GOBIERNO DE LAS CORPORACIONES

*“En lugar de ser dirigidas en el mejor y más equilibrado interés de los grupos de interés, las corporaciones iban ahora a ser gestionadas exclusivamente para maximizar el valor del accionista. Esto no funcionará tampoco ya que obliga a que la corporación sea gestionada para el corto plazo (...). No pueden conseguirse resultados de largo plazo apilando resultados de corto plazo (...)”<sup>1</sup>.*

El gobierno de las corporaciones es muchas veces tan complejo como la propia política de un país. Las compañías se asemejan a peque-

ños o grandes países, con sus propios sistemas de gobierno. Personas y grupos económicos mantienen al interior de las ellas fuerzas e intereses diversos que, en mayor o menor medida, procuran ejercer influencia sobre las decisiones relevantes. La realidad nos muestra que las empresas son un mundo que tiene su propio juego político, más o menos ordenado, más o menos previsible, más o menos lógico, que se puede sintetizar en la competencia por asumir los cargos que otorgan la capacidad de tomar las decisiones de la corporación.

La definición clásica de Gobierno Corporativo, acuñada por el *UK Governance Code* sigue siendo adecuada para entender el fenómeno:

*“Corporate Governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders role is to appoint the directors and auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing leadership to put them into effect, supervising the management of the business and repor-*

1. DRUCKER, Peter. *La Sociedad Postcapitalista*.

*ting to shareholders on their stewardship. The boards actions are subject to laws, regulations, and the shareholders in the general meeting”.*

Es claro para todos que cuando un inversionista analiza el riesgo de un país le preocupa su estabilidad jurídica, su política y solidez institucional. Sus decisiones y expectativa de rentabilidad serán una función del nivel de riesgo resultante de su análisis. En ocasiones, a pesar de enfrentarse a un entorno imprevisible y totalmente inestable, a gobiernos impredecibles, la elevada rentabilidad latente puede ser un argumento suficiente para realizar una inversión. El riesgo vale la pena.

Sin embargo, lo normal será que, frente a una perspectiva de rentabilidades similares, el riesgo país determine la preferencia de un inversionista. Será mejor invertir en países predecibles, con políticas estables, y buenas reglas de gobierno, que en países inestables con trayectorias sinuosas y poca credibilidad.

Lo mismo pasa en las corporaciones. Antes de realizar una inversión el inversor debe entender cabalmente las reglas del gobierno en las corporaciones. ¿Su Gobierno Corporativo es estable y predecible o carece de reglas de juego que garanticen la participación de inversionistas en sus negocios? ¿Quién manda en la corporación y cómo se regula la sucesión de los tomadores de decisiones? ¿Vale la pena asumir el riesgo?

## II. LAS REGLAS DEL GOBIERNO CORPORATIVO<sup>2</sup>

Una serie de códigos, lineamientos, y en general, principios y recomendaciones sobre el buen Gobierno Corporativo se han publicado alrededor del mundo. Ellos adquirieron notoriedad especial a partir de la crisis de los 2000, que explotó con el caso de ENRON a la cabeza y la secuela de empresas, campeonas de la nueva economía, que cayeron abruptamente víctimas

de la exuberancia de los mercados bursátiles y las tentaciones de corto plazo a las que sucumbieron sus principales ejecutivos, quienes pasaron de ser héroes corporativos a convertirse en villanos defraudadores de la confianza de la comunidad inversora. La verdad, la historia no era nueva, cada tanto tiempo se presentan estos fenómenos que socavan la confianza y ponen sobre el tapete la importancia que los fundamentos tienen en materia corporativa y de inversiones.

Las crisis corporativas han continuado ocurriendo y cada tanto tiempo, una vez más, somos testigos de nuevos terremotos financieros que se contagian entre mercados y ponen a todos los reguladores de cabeza, preguntándose que se hizo mal o que no se hizo. Es en esos momentos que se levantan las voces que piden más y mayor regulación y proponen recetas controlistas, a veces muy tentadoras, pero respecto de las que debemos tener mucho cuidado. Hay que analizar las crisis con cabeza fría.

En el Perú, el 2002 la Comisión Nacional Supervisor de Valores, en adelante “CONASEV” (hoy día Superintendencia del Mercado de Valores, en adelante “SMV”), en un trabajo conjunto con una serie de entidades públicas y privadas, aprobó los Principios de Buen Gobierno para Sociedades Peruanas. Este primer documento ha dado paso a una segunda versión de Principios Peruanos en materia de Gobierno Corporativo publicada en el 2013, que recogió las opiniones y experiencias de una serie de agentes del mercado. Se trata de una actualización.

Este conjunto de principios contiene muchos elementos relevantes que forman parte del buen gobierno de las sociedades, que son medidos anualmente mediante técnicas diversas y tabulaciones implacables. Cada vez es más común encontrar cuestionarios extensos con precisas respuestas y calificaciones sobre aspectos puntuales del gobierno de las sociedades

2. Algunos de ellos: los Lineamientos de la OECD, los Informes Olivencia y Aldama en España, los Lineamientos de la NYSE, el Informe Cardbury en Inglaterra, entre muchos otros.

cotizadas. De hecho, algunas corporaciones presentan separadamente, en un tomo especial, el informe anual sobre Gobierno Corporativo.

A pesar de las bondades del documento, creemos que afrontamos el riesgo de que prevalezca la evaluación formal sobre la de fondo, expresada de alguna forma en diversos ranking basados en la imparcialidad de la matemática, la tabulación de las respuestas y las plantillas predeterminadas, que arrojan resultados objetivos, asépticos, hasta implacables, pero que sin embargo dejan de lado tal vez lo más importante: el tema cualitativo, la calidad del gobierno, su compromiso con la sostenibilidad y el largo plazo.

Corremos el riesgo de concentrarnos principalmente en un conjunto de manuales debidamente aprobados, e impecablemente redactados, ideales para obtener un buen resultado frente a una auditoría o examen, pero que pierden de vista una serie de temas cualitativos. Una especie de Gobierno Corporativo de salón, puertas para afuera, pero que no evalúa e incide en el funcionamiento real de la compañía.

En la lógica de cumpla o explique tenemos que darle más peso al explain y ser más críticos con el comply.

En línea con lo anterior estamos convencidos que algunos de los principios de buen Gobierno Corporativo son más relevantes que otros. No todos valen lo mismo. Siguiendo este punto de vista creemos que existen ciertos factores clave, ausentes muchas veces de los cuestionarios de Gobierno Corporativo, que en la práctica son los realmente determinantes para una evaluación profunda del Gobierno Corporativo de una sociedad.

A destacar esta idea, y resaltar los factores que consideramos claves, nos dedicaremos en este artículo (aunque solo sea a vuelo de pájaro).

Para ello primero explicaremos el punto de partida de nuestro análisis, para luego presentar los factores clave antes mencionados y tratarlos individualmente, con énfasis en los que hemos

denominado factores generales. Hecho ello haremos una referencia concisa de lo que, a nuestro juicio, debe ser la respuesta del Derecho al Gobierno Corporativo.

El punto de partida: Para entender cabalmente el Gobierno de las Corporaciones, bueno o malo, es necesario comprender el proceso básico alrededor del cual este se construye. En el desarrollo de su objeto social las empresas hacen dos cosas fundamentales: primero crean o destruyen valor empresarial. Al finalizar un ejercicio, cualesquiera fuere su duración, el resultado puede suponer crecimiento o decrecimiento del valor de la corporación. El segundo proceso es la distribución del resultado, bueno o malo, entre los grupos de interés involucrados en la compañía, según le corresponda a cada titular conforme a su derecho. En esta dinámica las sociedades generan flujos de fondos y lo distribuyen. Crean valor y lo reparten. En el camino, para hacerlo, producen una sucesión de decisiones, tomadas por órganos sociales y personas, que son las que controlan estos procesos de creación y reparto. ¿Cuáles son las reglas de la corporación que regulan estos procesos? ¿Cómo se toman y regulan estas decisiones? ¿Cómo se elige a las personas encargadas de adoptarlas? ¿Quién y manda y para quién lo hace? ¿Son sostenibles estas reglas en el tiempo?

Respecto de lo anterior las sociedades tienen reglas explícitas o implícitas que regulan estos procesos. Escritas o no. Unas tienen manuales y reglamentos impecablemente redactados o cuentan con una cuidadosa estructura construida para mantener balances, generar confianza y atraer inversionistas, de diversa clase, otras simplemente se basan en la ley del más fuerte.

Estas dinámicas son a nuestro juicio el corazón del Gobierno Corporativo de las empresas.

### III. LOS FACTORES CLAVES: LAS REGLAS PRINCIPALES

En línea con lo señalado hasta aquí hemos identificado un conjunto de factores clave del Gobierno Corporativo de una corporación y los hemos clasificado en dos grupos: los generales y los especiales.

a. **Factores clave generales:** Son factores cuya definición determina el contenido general de todas las políticas de la corporación. Son previos a cualquier análisis en detalle del Gobierno de las Corporaciones, sin pasar por ellos no creemos que sea posible evaluar cabalmente el gobierno de una compañía.

i. **Qué clase de gobierno tiene la Sociedad:** ¿Quién manda a quién? ¿Qué modelo de sociedad soy y por tanto qué modelo de Gobierno Corporativo es aplicable?

ii. **La regla de la creación de valor:** ¿Para quién se gobierna? ¿Qué significa maximizar el valor para los accionistas de la corporación, de qué valor estamos hablando? ¿Existen objetivos claros que guían la toma de decisiones?

iii. **El sistema de solución de conflictos de interés:** ¿Tengo identificados los conflictos de interés relevantes? ¿Cómo resuelvo los conflictos de interés al interior de la sociedad? ¿A favor de quién?

b. **Factores clave especiales:** Son las principales políticas de una corporación, vinculadas al Gobierno Corporativo de las mismas. Corresponden a preguntas que todo interesado debiera formular.

i. **Política de tratamiento de la información:** ¿Cómo se regula el acceso a información corporativa y su comunicación al mercado, accionistas y grupos de interés? ¿Existen privilegios?

ii. **Política de integración del Directorio, sus comités, y la Gerencia:** ¿Qué reglas se siguen para nombrar a los directores y la Gerencia? ¿Qué poderes reales tiene el Directorio? ¿Qué reglas básicas aplica el Directorio para resolver conflictos de interés? ¿A qué se dedica principalmente el Directorio?

iii. **Política de retribución de directores y ejecutivos:** ¿Cuál es la política de

retribución de gerentes y directores? ¿Qué sentido tienen los incentivos a los administradores de la sociedad? ¿Están alineados con los objetivos?

iv. **Política de dividendos:** ¿Existe una real política de dividendos en la sociedad o se trata de una declaración abstracta sin real contenido?

v. **Sistema de solución de controversias con los accionistas:** ¿Cuenta la sociedad con mecanismos para atender reclamos de accionistas?

Nos concentraremos principalmente en los factores generales, aunque haremos mención a los factores especiales.

### 1. La identificación de la sociedad. ¿Qué clase de compañía soy? ¿Quién manda a quién? ¿Cuáles principios son los mejores para mí?

Es un error grave creer que todos los principios de Gobierno Corporativo son aplicables indistintamente a cualquier sociedad. Ello dependerá de la estructura de propiedad imperante, la fórmula de control derivada de ella y el mercado en el que se desempeña. Para nosotros no hay un modelo ideal, aplicable en general a las corporaciones, que sea necesariamente mejor que otro. Existen distintas fórmulas posibles de gobierno. Es indispensable identificar el modelo de sociedad antes de pretender someterla a una receta de principios de Gobierno Corporativo.

Son muy diferentes los casos de una empresa familiar emergente, en su primera o segunda generación de vida, que el de una corporación centenaria, con accionariado extensamente difundido, que se desempeña en un mercado líquido. No es comparable la empresa matriz y la subsidiaria, o aquella que pertenece a un grupo económico fuerte que aquella que no lo hace. Es muy distinto el gobierno de una empresa estatal de aquel que corresponde a una empresa privada. Tampoco es equivalente una sociedad formada por un grupo familiar en la que ha invertido un fondo de *private equity* bajo

el paraguas de un convenio de accionistas. No es posible medir a todas con la misma vara, ni aplicarles el mismo código de reglas. Unas no son mejores ni otras peores, son simplemente distintas. Los principios de buen Gobierno Corporativo no tienen por finalidad una calificación en función al modelo de sociedad, imponiendo recetas rígidas, sino una guía para lograr el mejor Gobierno Corporativo para cada modelo.

En cada uno de los modelos de sociedades los problemas típicos de gobierno serán propios de su clase y entorno. Cada una tiene sus problemas centrales, propios de la estructura de propiedad imperante y su nivel de desarrollo. La clave consiste en concentrarse en los problemas típicos de cada tipo de sociedad, de forma que ellos puedan ser resueltos de forma satisfactoria para los grupos de interés relacionados con la empresa. Si perdemos este principio de vista terminaremos aplicando recetas equivocadas a cada caso concreto.

La realidad peruana, siguiendo la regional, nos presenta sociedades con estructuras accionarias concentradas, que actúan en ambientes de mercados poco líquidos, que muchas veces pertenecen a grupos económicos. Como resultado de ello una familia o determinado grupo económico, o conjunto limitado de personas, es capaz de controlar los procesos de creación y reparto del valor producido por las corporaciones. Esta situación nos lleva a poner el énfasis en los problemas y relaciones correctas que corresponden a esta realidad corporativa.

En nuestra realidad, la peruana, la principal relación en la que debemos enfocarnos para la construcción del Gobierno Corporativo es la que vincula a los accionistas que controlan la sociedad frente a los accionistas minoritarios, o en su caso, otros grupos con legítimo interés de largo plazo, tales como titulares de bonos o créditos de largo plazo. En tal sentido, el principal conflicto de interés que debe ser abordado por las reglas de Gobierno Corporativo de la sociedad y la evaluación del mercado, es el que surge entre los intereses de los controladores y los intereses de los otros accionistas e inversionistas de largo plazo. En cada aspecto de Gobierno Corporativo

que se analice, integración del Directorio, política de dividendos, retribución de los ejecutivos u otros, este conflicto debe ser presentado y resuelto de alguna forma.

En otras realidades el foco se pondrá en otras relaciones más relevantes. En mercados en los que prevalezcan las sociedades con accionarios difundidos, sin controladores claros, la lupa se debe poner en la relación de agencia, entre los accionistas y los administradores, analizándose los conflictos que surgen entre ellos. En las empresas del Estado, el análisis tendrá su centro de gravedad en el nivel de autonomía de la gestión de la empresa frente a decisiones políticas.

En línea con lo señalado arriba es clave despejar la estructura de poderes de la compañía. ¿Cómo se ejerce el poder en la empresa? ¿Quién manda en la compañía y cuáles son los límites de esos poderes (los checks and balances)? La que nos lleva a otra también esencial: ¿Para quién o en función de qué gobierna el Directorio? (Lo que vemos después).

Lo cierto es que más allá de si la empresa cuenta con un accionista controlador identificado, digamos evidente o formal, aunque pueda parecer que no lo tiene, las compañías son gobernadas y controladas de alguna forma, por un grupo o persona. Tienen reglas, escritas o no, más o menos predecibles y sostenibles, de cómo se distribuyen las decisiones, el poder corporativo, y qué límites se han establecido los gobernantes. Hay empresas más "democráticas" y otras más "autoritarias", unas y otras pueden funcionar, o no, ser exitosas, o no. Entonces, reconocida la coexistencia de diversos posibles modelos de Gobierno Corporativo, desentrañar el "Quién manda a quién" es para nosotros la primera tarea relevante en el análisis del Gobierno Corporativo de una empresa.

Es muy interesante referirnos aquí a la carta de los fundadores incluida en el prospecto de Google con ocasión de su salida al mercado público, extraemos un párrafo:

*"We run Google as a triumvirate. Sergey and I have worked closely together for the last eight years, five at Google. Eric our CEO, joined*

*Google three years ago. The three of us run the Company collaboratively with Sergey and me as Presidents. The structure is unconventional but we have worked successfully in this way (...).*

*We are creating a corporate structure that is designed for stability over long term horizons. By investing in Google you are placing an unusual long term bet on the team, especially Sergey and me, and our innovative approach.*

*In the transition to public ownership we have set up a corporate structure that will make it harder for outside parties to take or influence Google. This structure will also make it easier for our management team to follow the long term, innovative approach emphasized earlier. This structure, called dual class voting structure, is described elsewhere in this prospectus.*

*The main effect of this structure is likely to leave our team, especially Sergey and me, with significant control over company decisions and fate, as Google shares change hands.*

*(...)*

*Academic studies have shown that from purely economic point of view, dual class structures have not harmed the share Price of companies (...):*

En buena cuenta Google implementa un esquema diferenciado de derechos políticos que otorgan 10 votos por la acción clase B contra 1 voto de la clase A. Además se establecen otra serie de reglas que refuerzan el control de los fundadores y su grupo. El argumento central es la garantía que requiere Google para desarrollarse en función del largo plazo y la cultura de la innovación. Se sostiene que hace falta estabilidad "política" para seguir con la visión de largo plazo. Es una declaración dirigida expresamente a los potenciales inversionistas de la compañía.

Se trata de una genuina declaración de gobierno de la empresa. Responde a la pregunta de

quiénes ejercen el poder y como lo hacen, que además no conversa necesariamente con las recomendaciones imperantes en materia de Gobierno Corporativo.

El planteamiento de Google, no cabe duda, se aleja del modelo ideal de Gobierno Corporativo imperante. ¿Podemos decir que la fórmula de Gobierno Corporativo planteada por Google al mercado es equivocada, no genera valor ni confianza suficientes, que afecta negativamente su funcionamiento, o que su Directorio no cumple con lo que las expectativas de sus "stakeholders"? Por lo visto hasta hoy, no.

## **2. La regla del valor: para quién y para qué gobierna el Directorio.**

Lo tratado en el punto anterior se relaciona con la pregunta de quién manda en la empresa y cómo lo hace. Ahora nos toca determinar para quién gobierna, o dicho de otra forma: en interés de quién gobierna el Directorio u órgano que ejerce el poder en la empresa.

En general existe razonable consenso en sostener que la regla básica que debe guiar el buen Gobierno Corporativo es el principio de la creación de valor para todos los accionistas. Las decisiones deben ser tomadas por gerentes y directores siempre orientados por el principio de maximizar la creación de valor.

En esa dirección la administración debe crear valor para todos los accionistas por igual, sin preferencias ni ventajas, orientando sus decisiones siempre al logro de esta finalidad, distribuyendo lo que corresponda a cada quien. Sin embargo, la realidad nos presenta algunos retos que el mero enunciado general no resuelve. Los accionistas no son iguales, en realidad son muy diferentes entre sí, tienen expectativas de rentabilidad, plazos, estrategias, perspectivas de recuperación de su inversión, diferentes. No es igual la visión de un Fondo de Pensiones, privado o público, que el de una persona natural, o el de un Fondo Mutuo, o el de un Fondo de *Private Equity*. Ni hablar de la posición del inversionista estratégico o de control, o aquel que pertenece a un grupo económico, o el mayoritario

frente al minoritario, entre otros. Sus políticas de inversión e intereses son distintas, a veces contrarias. Cada uno de ellos tendrá su posición sobre aquello que expresa mejor el interés de los accionistas, y cómo deben orientarse las decisiones en línea con un buen Gobierno Corporativo. Ello se traduce a su vez en conceptos de valor también diferentes. ¿Qué concepto de valor es el que se debe tener en cuenta la Gerencia y el Directorio, como guía de las decisiones? ¿Cuál es la regla de valor que preside la creación de valor en tal o cual corporación?

Entonces la pregunta de para quien gobierna el Directorio y las Gerencias no tiene una respuesta obvia.

Una serie de conceptos, vertidos a lo largo de sucesivos trabajos y documentos sobre Gobierno Corporativo, nos aproximan a este tema, veamos algunas citas relacionadas.

#### Comisión Olivencia 1998

*"(...) La Comisión ha llegado al convencimiento que la llamada solución financiera es la más adecuada para que haya un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de las inversiones (...) Por ello recomendamos como objetivo último de la compañía y (...) Criterio que debe presidir la actuación del Consejo (Directorio) la maximización del valor de la empresa o (...) la maximización de valor para el accionista"<sup>3</sup>.*

#### Informe Aldama 2003

*"El Gobierno Corporativo de la empresa y la dirección ejecutiva ha de considerar los diversos intereses concurrentes en una decisión, pero el criterio superior para dirimir intereses*

*en conflicto y para avanzar es el bien de la empresa en su conjunto y su continuidad a largo plazo"<sup>4</sup>.*

#### Documento de Trabajo Procapitales, Designación de Directores Independientes en las Empresas en las que invierten las AFP, 2004

*"El objetivo último de la empresa y a su vez el criterio que debe presidir la actuación del Directorio es la maximización del valor de la empresa o creación de valor para el accionista (...) No debe ser entendido únicamente desde un punto de vista finalista. Los medios para lograr el objetivo deben advertir la existencia de intereses de otros grupos de interés, así como una serie de exigencias de orden legal, contractual y ético que no pueden pasarse por alto".*

#### Peter Drucker

*"En lugar de ser dirigidas en el mejor y más equilibrado interés de los grupos de interés, las corporaciones iban ahora a ser gestionadas exclusivamente para maximizar el valor del accionista. Esto no funcionará tampoco ya que obliga a que la corporación sea gestionada para el corto plazo (...). No pueden conseguirse resultados de largo plazo apilando resultados de corto plazo (...)"*

#### Tesis de Dr. Andrés Vargas A.

*"Se crea valor cuando la gestión empresarial genera una rentabilidad económica que es superior al costo del capital empleado. En este sentido, la estimación del costo de capital es relevante para determinar la tasa de rentabilidad mínima (...). Sólo las inversiones que generen un rendimiento superior al costo de capital crearán valor para el accionista"<sup>5</sup>.*

3. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES. Código Olivencia. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Madrid: 1998.
4. COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS. Informe Aldama. Madrid: 2003.
5. VARGAS APOLINARIO, Andrés. El Buen Gobierno Corporativo. Tesis para optar por el título de abogado en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima. 2004.



Por su parte los profesores Carter y Lorch, en su obra traducida como "Volver al principio" señalan lo siguiente:

*"El valor para el accionista es, por descontado, un objetivo fundamental, pero en la realidad los consejos son responsables de un conjunto variado DE ACCIONISTAS que probablemente tengan objetivos de inversión y horizontes temporales muy distintos. Además, lograr valor de largo plazo supone cubrir expectativas de otros grupos que contribuyen al progreso de la compañía: empleados, proveedores, clientes etc. Sería muy sencillo si se pudiera satisfacer a todas las partes del mismo modo, pero inevitablemente se requieren de concesiones mutuas."*

Desde otra perspectiva completamente distinta Kazuo Inamori, multimillonario sacerdote budista responsable del éxito de Kyocera, manifiesta su desacuerdo respecto del enfoque en los accionistas. Él preconiza un enfoque personal. "Si usted quiere huevos, ocúpese de las gallinas".

Entonces ¿cuál es una respuesta razonable a las preguntas formuladas?

En mi opinión el concepto de valor para la mejor práctica o estándar de buen Gobierno Corporativo, se basa en la creación de valor de largo plazo de la corporación. Aquel basado en los fundamentos de una sociedad que resulta de la proyección de un flujo de caja a un plazo no menor a diez años. La Gerencia y los directores deben guiar la toma de decisiones en función de aquello que mejor convenga al objetivo de creación de valor de largo plazo. Aquello que logre que la valorización de la compañía sea mayor en diez años de lo que es hoy día, siempre considerando la comparación con los competidores. Esta visión de valor pone como beneficiario directo de las decisiones a los accionistas no a otros interesados, se crea valor de largo plazo para ellos, no para otros.

Sin embargo, el concepto de largo plazo comprende implícitamente el desarrollo de una estrategia para la mejor supervivencia de la compañía en el tiempo, en función a su entorno, social, y político, incorporando al tablero a otros grupos de interés relevantes, interés tales como trabajadores, comunidad, acreedores o proveedores, sin quienes es inviable la creación de valor de largo plazo.

Un Directorio, un Gerente, en general la administración, cumplen con su deber de maximizar el valor para sus accionistas, mayoritarios o minoritarios, cuando sus decisiones se sustentan en el concepto de valor de largo plazo. Salir en la foto del "quarter" no es más importante que la salud la compañía. Tomar medidas de corto plazo para presentarse mejor ante el mercado, en términos de utilidades o ratios financieros, a costa de reducir costos o inversiones estratégicas, es una quimera que puede confundir a los mercados un rato, pero que termina cobrando su factura. Harvard Business Review hace referencia a un estudio que demuestra como este tipo de práctica, que califica como "myopic management", comienza impresionando a los mercados financieros (Wall Street), pero deviene inevitablemente en una pérdida de valor del 20% en cuatro años<sup>6</sup>.

Las reglas a establecerse al interior de las corporaciones, deben orientarse a la creación de valor de largo plazo. Para ello es fundamental que la corporación cuente con objetivos claros y metas mensurables, que le permitan conocer si la sociedad avanza o retrocede. Además de los indicadores financieros típicos, otros indicadores adquieren relevancia para medir la trascendencia de la empresa y su relación con el entorno. Indicadores relacionados con la responsabilidad social y el entorno en el que la corporación se desarrolla son también importantes para comprender el desempeño futuro de una determinada sociedad. No puede crearse valor de largo plazo con reglas e incentivos de corto

6. MIZIK, Natalie y JACOBSON, Robert. "The Cost of Myopic Management". En: Harvard Business Review Julio/Agosto, 2007, pp. 22-24.

plazo. Si las reglas de una empresa ponen énfasis solamente en los trimestres, estableciendo premios, bonos o esquemas de retribución de corto plazo, el incentivo perverso estará siempre sobre la mesa. Si la receta aplicada a los creadores de valor es de corto plazo, el producto será necesariamente también de corto plazo.

Antes de pasar al siguiente punto quiero hacer una precisión relevante. Aunque en mi opinión la creación de valor de largo plazo es la regla que debe orientar las decisiones corporativas, y en tal sentido debe interpretarse la obligación de los directores y administradores, creo también que es factible que una determinada sociedad cuente con una regla de valor diferente. En este sentido, en función a la libertad de empresa, puede ejercer el derecho a proponerle a los mercados aventuras y riesgos empresariales alternativos. Es perfectamente posible que una sociedad esté construida y pensada para el corto plazo, o para asumir riesgos que son capaces de terminar con ella. Creemos que en estos casos esta regla de valor deberá ser claramente comunicada a los accionistas y potenciales inversionistas.

### 3. El sistema de solución de conflictos de interés.

Un tema crucial para entender el Gobierno Corporativo de una sociedad es su sistema para resolver los conflictos de interés. Los conflictos de interés están también relacionados a los procesos corporativos de creación y reparto de valor, lo que a su vez tiene directa relación con la regla de valor que la sociedad aplica, pero la prueba ácida de lo anterior son las prácticas precisas para tomar decisiones frente a los conflictos de interés.

Los conflictos de interés existen en toda sociedad. No es posible eliminarlos, son habitantes naturales en el ambiente de las corporaciones. Lo normal es coexistir con ellos, están por todos lados, y se presentan cada vez que los administradores deben adoptar decisiones. El accionista controlador y el accionista minoritario, la Gerencia frente a los accionistas, el largo plazo contra el corto plazo, unos accionistas

con determinados negocios y otros sin ellos, el acreedor financiero y el accionista, el grupo económico frente a la sociedad, los accionistas de corto plazo frente a los intereses de largo plazo, entre otras posibles posiciones contradictorias.

¿Cómo garantiza una sociedad controlada por una determinada familia o grupo económico que la creación de valor se centrará en la propia sociedad y no será desviada hacia otros fines compatibles con los intereses de los controladores? ¿Cómo funciona la sociedad inmersa en la lógica del grupo económico al que pertenece? ¿Qué finalidad cumple ella dentro de la lógica del grupo? ¿Qué tiene la instintiva y natural tendencia de preferir al grupo sobre la sociedad individualmente considerada?

Cada sociedad debe explicar su política y sistema de solución de conflictos de acuerdo a su realidad. No creemos que exista una sola receta. Lo que sí es necesario es que exista una política explícita y conocida por los accionistas y el mercado.

En realidades como la peruana, la principal de las políticas sobre conflictos de interés se refiere al tratamiento de las operaciones y negocios con personas y empresas vinculadas a los controladores y las personas que ejercen los cargos relevantes de la administración. Estas reglas tienen relación directa con los procesos de creación y reparto del valor para y entre los accionistas. ¿Qué reglas precisas tiene la sociedad para aprobar negocios con empresas o personas relacionadas? ¿Existen instancias o mecanismos especiales para adoptar estas decisiones? ¿Cómo se asegura que en tales negocios no se transfiera valor desde la sociedad hacia las empresas o grupos de los controladores? En el caso de un grupo económico debemos además preguntarnos ¿Qué reglas existen para regular las relaciones entre la sociedad y el grupo económico al que pertenece? ¿Existe una fórmula precisa para retribuir adecuadamente la transferencia de sinergias desde el grupo económico a la sociedad? ¿Quién toma las decisiones corporativas del grupo? ¿Cómo se aplican las políticas corporativas desde la matriz hacia la corporación?

Aquí, de nuevo, no creemos en la receta única. Cada corporación debe adoptar los sistemas de solución de conflictos en base a su realidad, en función a los conflictos más relevantes para ella.

#### 4. El Directorio y el Principal Ejecutivo.

Un factor clave para entender el Gobierno Corporativo de una sociedad es la conformación del Directorio, sus reglas, y su relación con el Principal Ejecutivo de la corporación. Mucho de lo dicho hasta aquí sobre factores claves se define en la práctica al estructurar el Directorio de la empresa. Libros enteros pueden dedicarse a este tema, en nuestro caso nos limitaremos a señalar los asuntos más relevantes a nuestro juicio.

- a. ¿Cómo se integra el Directorio? Es un Directorio profesional, que reúne capacidades y experiencia útiles para dirigir la marcha de la corporación. O, dicho de otro modo, los directores son un equipo que cuenta con las credenciales adecuadas para entender el negocio y tomar decisiones estratégicas. ¿Qué combinación existe entre directores externos, internos e independientes? Existe un balance adecuado entre unos y otros que garantice la buena marcha del negocio y al mismo tiempo el control de conflictos y riesgos.
- b. ¿Qué hace el Directorio? ¿Qué papel juega el Directorio? Le corresponde establecer la estrategia y los objetivos de la corporación en una provechosa discusión con la Gerencia General, o se limita a un control de las actividades de la Gerencia General en función a propuestas planteadas por la administración.
- c. ¿Cómo se produce el control de conflictos de interés o riesgos propios de la actividad de la corporación? ¿Funcionan mayorías especiales en determinados asuntos, cómo aprobación de negocios con empresas vinculadas a los controladores o accionistas principales? ¿Qué participación tienen los directores independientes en decisiones de este tipo? ¿Cuenta el Directorio con

comités especializados, tales como auditoría o retribuciones que permitan una genuina participación de sus miembros en temas relevantes? ¿Cómo están integrados estos comités, cuentan con directores independientes, o están supeditados a los controladores?

- d. ¿Cómo se designa al Principal Ejecutivo de la corporación? ¿Es designado exclusivamente por los controladores o se reciben propuestas alternativas? ¿Cómo se relaciona el Gerente General con el Directorio? ¿Cómo se establecen los objetivos y metas para la Gerencia General?
- e. ¿Cómo se realiza la evaluación del Directorio y sus miembros? ¿Existe algún mecanismo de evaluación?

#### 5. Retribución de los directivos.

Para medir la verdadera capacidad de creación de valor que tiene una empresa es necesario conocer la filosofía de los incentivos que se aplican para premiar o castigar el desempeño de los creadores de valor en la empresa, incluyendo claro está a la Gerencia y el Directorio. ¿Crean valor de corto o de largo plazo? En tal sentido creo que en un cuestionario sobre Gobierno Corporativo es necesario preguntar sobre qué regla de valor utiliza la corporación y cómo retribuye a los administradores en línea con tal regla. La respuesta a estas preguntas son pistas claves sobre su Gobierno Corporativo.

El sistema de retribución de los directivos, incluidos los directores, es un dato básico en el análisis del gobierno de una sociedad. El esquema de retribución debe ser consistente con todas las declaraciones y reglas de gobierno que la corporación presente al mercado. No es sostenible presentar a una corporación al mercado comprometida con objetivos de largo plazo si mantiene un esquema de retribución del Directorio que premie el corto plazo, basado, por ejemplo, solamente en las utilidades del año. En este esquema no es sostenible que se pretenda que los directores dediquen mucho tiempo y esfuerzo a la estrategia de largo plazo

de la empresa, los incentivos apuntan en otra dirección. Será necesario contar con un esquema que reserve una parte de la retribución para los logros de mediano plazo, y no descuide el elemento fijo de la retribución, siempre necesario.

El esquema de retribución de directores y ejecutivos, puede ser diverso, de nuevo no existe una receta, sin embargo debe ser compatible con los objetivos y enunciados de la corporación, de lo contrario el discurso no será creíble.

## 6. La política de dividendos.

La política de dividendos es particularmente relevante para accionistas minoritarios en mercados poco líquidos, como es el nuestro. Si usted asiste a una sesión de Junta General la pregunta típica del accionista pequeño, generalmente persona natural, será vinculada a los dividendos y su reparto.

Existe una natural tendencia a establecer políticas de dividendos ambiguas y generales que no comprometen a los controladores. No creo que pueda sostenerse de antemano que una política de dividendos es mejor que otra, ello dependerá de la realidad de cada corporación, de sus objetivos de largo plazo, de su nivel de madurez, del grado de competencia que enfrente en el mercado, entre otros aspectos.

Lo relevante es que la política de dividendos sea consistente con los objetivos de la corporación, que además sea explícita, concreta, comprensible y susceptible de ser exigida por los accionistas. No cumplen con estos requisitos los enunciados, comunes entre las empresas, que se limitan a señalar que la política de dividendos será la que se determine en la Junta de Accionistas en función a la realidad de la empresa.

## 7. La política de información.

El activo más importante en una comunidad de inversionistas es la información. Las decisiones en uno u otro sentido de los inversionistas se basan en el conocimiento que tienen respecto de las políticas y hechos relevantes que una corporación produce y que la afectan.

Más allá de las obligaciones legales de información que las legislaciones imponen, dependiendo por cierto del tipo de sociedad y su carácter de sociedad cotizada o no, es relevante entender qué informa y qué no informa una corporación, cuándo y cómo lo hace.

El cómo se distribuye la información entre los grupos de interés y qué regulación interna existe para el control de la información privilegiada, es un elemento central del Gobierno Corporativo, especialmente relevante para los accionistas minoritarios que, o no son parte de los controladores o carecen de contratos, del tipo pacto de accionistas, que les permitan acceder a la gestión o conocimiento de las decisiones relevantes. El conocimiento anticipado de un hecho relevante por determinados accionistas, o personas interesadas, puede tener efectos equivalentes a un reparto privilegiado, discriminatorio de valor entre los accionistas. Por ello la política concreta de control de información es un factor muy importante en la evaluación del Gobierno Corporativo.

De otro lado, será relevante que exista un claro mecanismo de comunicación de las políticas referidas a los factores clave a que nos hemos referido en este artículo. Tan importante como contar con un esquema de control de conflictos de interés, o una política de dividendos, o una fórmula de Directorio, o de retribución de directivos, o una visión del valor para el accionista, o la fijación de objetivos corporativos, será la comunicación que la corporación haga de tales políticas, y el compromiso asumido frente a sus inversionistas de cumplimiento de las mismas.

El compromiso por la vía de la comunicación es el pacto implícito entre la corporación, sus controladores y el mercado de inversionistas, de llevar la corporación en determinada dirección y garantizar a cada uno un trato justo y predecible, especialmente a aquellos que carecen de contratos particulares que regulan la relación.

## 8. Los sistemas de solución de controversias.

Una breve referencia a los sistemas de solución de controversias entre accionistas y la propia

corporación. La realidad actual nos muestra que los sistemas judiciales, e incluso administrativos, existentes no son adecuados para que los accionistas minoritarios encuentren respuesta a sus reclamos. Algunos autores ven en la denominada "class action" como una fórmula para resolver tales problemas. No comparto tal opinión. Me parece que el resultado puede ser el desarrollo de una industria legal oportunista, que puede terminar afectando el valor de la corporación de la que los propios demandantes son sus accionistas, una paradoja que no creemos conduce a una solución positiva, generando en la práctica costos que carecen de fundamento.

Creo que es preferible promover una fórmula basada en el arbitraje, con procesos expeditivos, que expresamente se refieran a los problemas típicos del accionista minoritario, tales como incumplimiento de la política de dividendos o el ejercicio de ciertos derechos. Aquí hay mucho que remar.

#### IV. RESPUESTAS DEL DERECHO FRENTE AL GOBIERNO CORPORATIVO

¿Cuál es la respuesta correcta del Derecho frente a Gobierno Corporativo de las sociedades?

Frente a la discusión de los temas que hemos tratado, y otros relacionados con el Gobierno Corporativo, surgen con fuerza las tentaciones de ponerle énfasis a la intervención legal en los asuntos de la sociedad. La opción de usar la ley para imponer modelos de Gobierno Corporativo, con la finalidad de proteger a los accionistas minoritarios y otros grupos de interés, está siempre sobre el tapete. Creemos que esta es una propuesta manifiestamente equivocada. No podemos encontrar la solución a los problemas de Gobierno Corporativo de empresas privadas recurriendo a mecanismos que son la negación misma de su esencia y fuente de sus fortalezas; es decir, la libertad de crear, organizarse, pactar, innovar, gestionar, en suma, la libertad de desarrollar libremente sus actividades para competir en un mercado determinado. No decimos que

debemos negar la existencia de un marco regulatorio de referencia, decimos que las normas no pueden sustituir la capacidad de los administradores de gestionar la compañía en función a las expectativas y ofertas hechas a los inversionistas.

Como bien dice José Antonio Payet<sup>7</sup>:

*"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" – más adelante añade – "(...) uno de los estos elementos fundamentales es la capacidad de los administradores o del accionista controlador de adoptar libremente las decisiones que considere conveniente desde el punto de vista 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 (...)"*.

Me opongo a cualquier propuesta que pretenda imponer desde la ley un modelo rígido de integración del Directorio, o una obligación fija de incorporar un determinado número de directores independientes, o fórmulas arbitrarias de limitación de la capacidad de gestionar por quienes ejercen tal función. En nombre del Gobierno Corporativo no se puede matar la esencia de la sociedad anónima privada. Es indispensable desterrar cualquier intento fundamentalista que pierda de vista la esencia de la sociedad privada y pueda conducirnos a mecanismos de intervención en los procesos de decisión corporativos que afecten su esencia y sentido.

Hace unos años, en el Perú se incorporó una regla especial para regular la responsabilidad de los directores y gerentes de empresas listadas. Se les impuso un estándar de responsabilidad objetiva; se hizo en defensa de los accionistas minoritarios, para promover el mercado. Esta regla es una estupenda representante de aquello que considero equivocado. Es una norma que

7. PAYET, José Antonio. "Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades". En: Revista Themis N° 46.

inhibe tomar el riesgo propio de la aventura empresarial. Castiga y no promueve, restringe para las tribunas pero recorta la capacidad de innovar y competir de las compañías. Esta regla ha sido felizmente derogada.

Entonces ¿quiere decir que la respuesta del Derecho es no hacer nada? ¿Es simplemente dejar hacer a los actores, sin reglas que organicen el mercado y las conductas corporativas?

No.

Además de crear modelos de sociedad flexibles, adecuados a las necesidades de los emprendedores e inversionistas, es decir capaces de recoger los pactos que unos y otros grupos de interés necesitan para hacer empresas y desarrollarlas, existen dos ejes básicos de actuación del Derecho que nos limitaremos a enunciar.

El primero de los ejes es la regulación estricta del tratamiento de la información corporativa, especialmente en sociedades cotizadas, que no pueden regular adecuadamente este asunto mediante contratos con cada uno de los accionistas e inversionistas. Aquí no es función de la regulación reemplazar a los gestores de la sociedad. Si lo es obligar a las sociedades a tener estándares precisos de información que permita a los inversionistas, y otros interesados, conocer las políticas de la sociedad respecto a los factores clave que hemos antes reseñado, los hechos relevantes que afectan a la sociedad y el control de la información privilegiada. El énfasis debe ponerse en el tratamiento de la información y los efectos del incumplimiento de las empresas y administradores de los estándares establecidos.

En esta línea, será necesario que se conozca claramente que tal o cual sociedad es controlada por determinado grupo, explicándose si hay o no mecanismos de control de transacciones con empresas relacionadas, o qué reglas gobiernan la relación con el grupo económico al que pertenece. No le corresponde a la regulación decidir el contenido de tales relaciones y sus reglas. Dejemos a los interesados, inversores, acreedores o quienes sean, que tomen sus decisiones sobre la base de tales revelaciones.

En este sentido, aunque abogamos por una regla de valor basada en el largo plazo, una sociedad determinada puede desarrollar conscientemente una política de creación de valor de corto plazo, es decir expresamente manifestar a sus accionistas y al mercado que la regla de valor que aplican los ejecutivos para la toma de decisiones es la de maximizar el valor de la compañía cada año, sin otras consideraciones, o comunicar que es parte de un grupo económico subordinando expresamente el interés de la sociedad al del grupo, advirtiendo que los directores internos actúan en esa dirección. Creemos que estas alternativas son factibles, y no deben ser sancionadas legalmente, en la medida que hayan sido comunicadas adecuadamente, de forma veraz suficiente y oportuna, y sean por tanto conocidas por los inversionistas al momento de realizar la inversión.

Recordemos que la decisión de inversión corresponde que sea tomada por el inversionista. Para él puede ser relevante y preferible que el control de una sociedad determinada sea ejercido de manera férrea por un grupo económico que conozca el negocio, alguien que sepa de banca o minería o energía, que cuente con los recursos humanos y financieros para acometer la aventura empresarial, aunque ello pueda implicar un modelo de gobierno que subordine determinados intereses a los del grupo económico.

Junto con ello es también necesario que las políticas reveladas deban ser cumplidas. ¿Qué ocurre cuando una sociedad incumple la política de dividendos declarada y comunicada al mercado? El incumplimiento debe tener consecuencias jurídicas. Las políticas debidamente comunicadas constituyen un compromiso que debe ser respetado por las corporaciones frente a los inversionistas que las tomaron como ciertas y adoptaron sus decisiones basados en ellas.

Respecto de este tema, relacionado con el tema antes tratado de: "en interés de quién se gobiernan las compañías", quiero hacer un comentario respecto de nuestra Ley General de Sociedades. Nuestra ley dice muy poco sobre este tema, ciertamente no consagra la subordinación de la sociedad al mejor interés de los accionistas, más

bien establece que los directores no pueden actuar en beneficio de accionistas específicos, aunque hayan votado por ellos, pues el director los representa a todos.

De nuestra ley se desprende que deben actuar en el mejor interés de la sociedad, lo que supone una necesaria definición de lo que esta expresión significa. Creemos importante que nuestra Ley de Sociedades aborde este tema de forma expresa y clara. En este sentido proponemos definir que las compañías se gobiernan en el mejor interés de la sociedad, pero permitirles que sean ellas quienes, de forma expresa, establezcan el significado y alcances de este concepto, caso por caso.

El segundo eje de actuación del Derecho es la regulación general de los deberes de diligencia y lealtad en las sociedades.

Siguiendo a Paz Ares y Payet, creemos que el énfasis y el rigor deben ponerse en el deber de lealtad, vinculado directamente a los conflictos de interés de administradores y controladores.

Citando a Paz Ares:

*"(...) No pueden meterse dentro del mismo saco la regulación de los actos de gestión indebida y la regulación de los actos de apropiación indebida, cuyas lógicas económicas –como veremos enseguida– son muy distintas (...) El deber de cuidado –el deber de diligencia del ordenado empresario– exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa a fin de maximizar la producción de valor. El deber de lealtad (...) requiere que los administradores antepongan los intereses de los accionistas a los suyos propios al objeto de minimizar la redistribución del valor creado. Los administradores quedan sujetos a dos imperativos*

*fundamentales: maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor.*

*"(...) el régimen de responsabilidad de los administradores ha de configurarse de modo que sea tan severo con las infracciones al deber de lealtad como indulgente con las infracciones al deber de diligencia (...)"*<sup>8</sup>

Creemos que la ley debe intervenir sancionando los actos de deslealtad, que se derivan principalmente de los conflictos de interés mal resueltos que, como hemos visto en este artículo pululan inevitablemente por las corporaciones. Nuestra Ley General de Sociedades se refiere a ello en sus artículos 179 y 180, que se refieren a este tema, pero que no trataré en este artículo.

En lo que se refiere al deber de diligencia creo que las decisiones tomadas por una Gerencia o un Directorio, adoptadas de buena fe, en línea con las políticas establecidas, con la información disponible en un momento dado, deben ser protegidas por el Derecho de Sociedades, impidiéndose que se pretenda sancionar a los administradores por el resultado de las decisiones adoptadas sobre esa base. El riesgo de equivocarse, es decir de comprobar después de tomada una decisión que había una opción que el tiempo demostró que hubiera sido mejor, es propio de la aventura empresarial, que contiene un natural componente de riesgo que debe ser incorporado por cualquier inversionista al momento de realizar una inversión. El error no debe ser sancionable. Hacerlo supondría condenar a la empresa privada al inmovilismo, generando incentivos perversos para el desarrollo de los mercados. La innovación, los inventos y el desarrollo de tecnologías en todos los campos se sustentan en la "libertad de equivocarse para corregir". Creo que esa es la línea de interpretación correcta que marca nuestro artículo 177 de la Ley General de Sociedades, seguir la tendencia marcada por la regla anglosajona expresada como *business judgement rule*<sup>9</sup>.

8. PAZ ARES, Cándido. "La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo". En: Revista Ius et Veritas N° 27.
9. Adicionalmente, el autor ha empleado las siguientes fuentes: TOVAR GIL, Javier. "Gobierno Corporativo: Sistemas de Solución de Conflictos de Interés". En: Revista Invertir. Mayo 2005. TOVAR GIL, Javier. "Gobierno Corporativo: Creando Valor". En: Revista Invertir.