

ANALIZANDO LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS DE LA LEGISLACIÓN SOCIETARIA PERUANA

Paul Castritius Mendoza*

I. INTRODUCCIÓN

Han transcurrido aproximadamente cinco años de la entrada en vigencia de la nueva Ley General de Sociedades, Ley 26887 (LGS). A partir de dicho cuerpo normativo se introdujo en el país una serie de innovaciones en virtud de las cuales es posible señalar que dicha ley supera largamente a su precedente legislativo. En efecto, la nueva LGS flexibiliza la legislación de sociedades, permitiendo que las partes, mediante el acuerdo de voluntades, encuentren soluciones que satisfacen mejor sus intereses que las fórmulas preexistentes contra las cuales no era posible pactar.

La respuesta a la pregunta que nos planteamos en el título es positiva, sin embargo, un análisis conceptual y práctico nos revela que existen diversas soluciones legales otorgadas por dicha ley que pueden y deben mejorarse en búsqueda de la eficiencia, aquella situación que no es posible cambiar sin que el perjuicio que se produzca sea mayor que el beneficio generado para la sociedad¹. Este punto óptimo de eficiencia es aquél que maximiza el incremento de la riqueza social.

La legislación societaria debe ser un instrumento eficiente para la aplicación de recursos al desarrollo de proyectos de recursos al desarrollo de proyectos que incrementen la riqueza social.

Paul Castritius hace un análisis económico de las principales instituciones que podrían servir para cumplir dicho objetivo.

Sin duda, la actual ley general de sociedades constituye un avance respecto de la anterior. Sin embargo, aún queda mucho por hacer.

* Abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Chicago. El autor desempeña actualmente funciones en la Gerencia de Asesoría Jurídica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Anteriormente se desempeñó como Jefe del Departamento de Normatividad en el Mercado de Valores y Responsable Legal de la ex-Gerencia de Emisores y Empresas.

La opinión expresada en el presente artículo surge únicamente de una reflexión personal y expresa el punto de vista del autor, por lo que en modo alguno expresa la posición de CONASEV en la materia, la cual puede o no coincidir con la aquí manifestada.

¹ Este concepto es conocido como eficiencia Kaldor-Hicks. Preferimos este concepto de eficiencia al otro concepto conocido como eficiencia Pareto, en la cual nadie puede obtener un beneficio mayor sin causar a otro un perjuicio, porque consideramos que es mejor incrementar la riqueza social, la que luego puede ser redistribuida mediante la acción del Estado.

a) La finalidad de la Ley General de Sociedades

Desde nuestro punto de vista la LGS debe constituirse en un instrumento que permita alcanzar la eficiencia en las actividades que regula. Estas actividades son de extrema importancia para la sociedad puesto que implica la aplicación de los recursos económicos al desarrollo de proyectos que incrementarían la riqueza social. Las personas utilizan las sociedades para el desarrollo de sus proyectos, fundamentalmente porque éstos son un instrumento que les permite desarrollar tales actividades en condiciones de riesgo-rentabilidad que resultan preferibles a otras alternativas que otorga el derecho. De este modo, el esquema jurídico de la sociedad anónima les permite reducir el riesgo de pérdida mediante la responsabilidad limitada a lo aportado para el desarrollo del proyecto, les permite ejercer control en proporción a la inversión efectuada, o renunciar a él a cambio de una compensación si consideran que no es necesario ejercer control, les permite utilizar un instrumento ampliamente conocido por los demás agentes del mercado, lo que facilita la celebración de contratos, entre otras ventajas.

b) El objeto del presente estudio

El presente artículo estudia diversas situaciones que se presentan en la utilización de las sociedades anónimas como instrumento de inversión. Y analiza desde un enfoque económico, en qué medida la legislación podría modificarse para lograr un resultado más eficiente.

Nuestro estudio se centrará fundamentalmente en los siguientes aspectos de la legislación de las sociedades anónimas: los instrumentos a través de los cuales la sociedad capta recursos para el desarrollo de sus proyectos, y los mecanismos existentes para administrar los intereses muchas veces en conflicto de los proveedores de recursos y los de otros que cuentan también con intereses en la sociedad, principalmente los administradores (también pueden nombrarse a los trabajadores, los proveedores, el Estado, etc.).

Algunas aclaraciones son pertinentes, una de ellas se desprende de lo ya dicho: limitaremos nuestro análisis a las sociedades anónimas. Esto porque es la figura

jurídica de mayor utilización para destinar recursos al desarrollo de proyectos, y creemos que seguirá siéndolo².

La segunda aclaración consiste en señalar que nuestro análisis comprenderá no sólo el marco legal conformado por las normas contenidas en la LGS, sino que, cuando resulte aplicable, incluirá otros dispositivos legales como la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861 (LMV), y la Ley de Títulos Valores, Ley 27287 (LTV). Esto porque existen ámbitos del derecho que son regulados por más de un cuerpo legal, muchas veces por consistir en la convergencia de ámbitos jurídicos distintos aunque estrechamente interrelacionados, y muchas otras por cuestiones históricas o simplemente anecdóticas. En tal medida, cuando utilizamos el término "sociedades", nos estaremos refiriendo a las sociedades anónimas.

En efecto, el ámbito del derecho societario se encuentra en muchos aspectos estrechamente vinculado con el mercado de valores, por ser ésta la forma jurídica preponderante que se utiliza para acudir a captar recursos de terceros a través de dicho mercado (a partir de la oferta y emisión de valores). Asimismo, la sociedad anónima suele emitir diversos tipos de instrumentos jurídicos denominados en nuestra legislación "títulos valores". Entre estos títulos valores se encuentran algunos cuyo concepto es inseparable del concepto de sociedad anónima, al menos como se concibe en nuestra legislación: las acciones. Otros títulos valores comúnmente utilizados por las sociedades anónimas son los bonos y los papeles comerciales (las obligaciones). Por último, en el mercado de valores se ofertan y realizan actos jurídicos respecto de títulos valores.

Este traslape de regulaciones origina en muchos casos contradicciones, en otros, consecuencias legales poco lógicas, y en otros, incertidumbre. Estas situaciones generan ineficiencias puesto que introducen costos en las transacciones, haciéndolas menos beneficiosas, o impiden que éstas se realicen, cuando de ello resulta un beneficio desde el punto de vista individual y/o social. Sobre estos temas volveremos en su momento cuando analicemos estos casos y los demás en los que no existiendo traslape, se producen también problemas de ineficiencias.

² Ciertamente la posibilidad de las personas que desean desarrollar un proyecto de limitar el riesgo de pérdida a los recursos que destinen al mismo es uno de los factores primordiales que explican su utilización masiva. Otro elemento de importancia que asegura este rol preponderante de la sociedad anónima es la relativa a la seguridad jurídica que existe en torno a los diversos aspectos que la atañen, la misma que no se presenta, a nuestro entender, respecto de otras figuras jurídicas.

c) ¿Es necesario contar con una ley general de sociedades?

Una buena forma de comenzar la exposición es preguntándonos si es necesario tener una ley general de sociedades.

Con relación a esta pregunta, no sería descabellado pensar que, en principio, mediante pactos, podría llegarse a la misma solución: ¿Por qué no sería suficiente que las personas, bajo el régimen de libertad contractual, pactaran destinar parte de sus activos para el desarrollo de un proyecto específico, que la utilización de dichos activos y lo que se obtenga del desarrollo del proyecto sea administrado de acuerdo a determinadas reglas, que las deudas que se generen en el desarrollo del negocio se cobren únicamente con los activos destinados al negocio, a lo cual se someten quienes contraten con ellas respecto de dicho proyecto, etc. etc.?

Un análisis detenido del asunto nos llevaría a descubrir que ello sería no sólo menos eficiente, sino que no se lograría el mismo resultado.

En efecto, los costos de transacción³ serían altísimos, los que probablemente se multiplicarían por el número de veces que se quisiera llevar a cabo un proyecto bajo esta modalidad, lo que convertiría este problema en un problema social. Las partes deberían pactar respecto de una cantidad enorme de temas, los cuales deberían ser previstos por ellas y luego negociados. Esto no es eficiente. Es por ello que es útil una ley general de sociedades: para reducir los costos de transacción. En este caso el legislador debería identificar los aspectos comunes a estos negocios jurídicos y establecer normas que reemplacen a las cláusulas que hubiesen previsto las partes. Éstas simplemente derogarán con sus pactos aquellas normas que no se ajusten a su voluntad común. La utilización de la figura de la sociedad anónima, sin embargo, genera otros costos, los denominados costos de agencia⁴, derivados de la pérdida de control respecto de lo aportado para el desarrollo de la actividad económica. Pero sobre estos costos volveremos mas adelante.

En el caso anterior alguien podría señalar que puede llegarse al mismo resultado legal mediante convenios entre las partes, si se tienen los recursos suficientes

para asumir los costos que ello implicaría. Esto no es a nuestro entender correcto, fuera del problema de la falta de eficiencia de una modalidad tal, que haría que en los demás casos (recursos insuficientes), el proyecto simplemente no se realice o que se desarrolle a través de otros medios menos eficientes, debido a que dichos convenios únicamente tendrían efectos entre las partes que lo suscriben, mas no frente a terceros respecto de los cuales no existe relación contractual. Por ejemplo, no se podría evitar que daños producidos a dichos terceros, sean reparados con bienes distintos a los destinados al desarrollo del proyecto, en virtud de la responsabilidad extracontractual que se originaría. Es necesario entonces una ley que consagre la limitación de responsabilidad.

Volviendo al tema de la eficiencia, es muy probable, de otro lado, que los pactos a que lleguen las partes sean ineficientes. Esto ocurriría en situaciones en las que existen mejores formas de llevar a cabo las actividades que se pretenden realizar, pero por cuestiones de falta de información o de costos de transacción, no se realizan de dicho modo. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando lo pactado omite establecer mecanismos de protección adecuados a los intereses de algunas de las partes contratantes o que, sin ser parte inicial, se adhieren al contrato con posterioridad.

Como consecuencia de ello, estas partes “débiles” (por denominarlas de alguna forma), evitarían participar en dichos contratos, produciéndose un resultado poco óptimo. En teoría, las diferentes partes “débiles” podrían juntarse y negociar con las partes “fuertes” mecanismos que protejan sus intereses sin afectar los de éstas últimas. Esto sin embargo suele ser un resultado difícil (y en muchos casos imposible) de alcanzar debido a los altos costos de transacción: en primer lugar se debería poder llegar a conocer cuál es la solución que conjuga los diferentes intereses en juego (necesidad de información), y segundo, ello implicaría tener que reunir a todos los potenciales contratantes, “débiles” entre sí y “fuertes” entre sí, y luego a ambos grupos.

El legislador puede eliminar estos factores que impiden llegar a resultados eficientes, previendo fórmulas como las que presumiblemente las partes hubiesen alcanzado. El peligro en este caso, resulta del hecho

³ Todos aquellos costos en que deben incurrir las partes con el objeto de organizar una actividad económica a través de un acuerdo de voluntades.

⁴ Nos referimos a los costos en que debe incurrir una persona que entrega recursos para el proyecto, que serán controlados por otro, el agente, para que este último desarrolle sus funciones de manera efectiva y leal.

que el legislador puede equivocarse, estableciendo mecanismos sub-eficientes (si cabe el término). El presente trabajo analiza también casos como el descrito, en los que la solución alcanzada por el legislador no resulta ser la mejor.

La primera parte del presente trabajo se dedica a analizar la coherencia de la legislación societaria relativa a la utilización de instrumentos financieros por la sociedad, con el objeto de determinar en qué medida las fórmulas introducidas por el legislador son adecuadas, permitiendo a las partes llegar a soluciones eficientes. Se analizará, asimismo, el grado en que un esquema inadecuado de legislación puede introducir costos de transacción que no llevan a un resultado eficiente, que deberían ser por ende eliminados.

La segunda parte se centra en el problema de agencia, que se presenta respecto de las personas que invierten en la sociedad mediante la adquisición de los instrumentos financieros que ésta utiliza. Se estudian los diversos mecanismos a partir de los cuales se podrían generar incentivos adecuados que alineen los intereses del agente con los del que provee los recursos. Como veremos, solucionar este problema es fundamental para reducir los riesgos de adquirir tales instrumentos, lo que redundará en una mayor captación de recursos, por las sociedades, para el desarrollo de sus proyectos. Esto redundará a su vez, en un incremento de la riqueza social.

Debe hacerse la advertencia que en el desarrollo del análisis se recurrirá en diversas ocasiones al sistema jurídico vigente en los EE.UU., en la medida que dicho sistema es uno de los más exitosos en la obtención de la finalidad que hemos señalado líneas arriba.

Antes de proceder al análisis de las diversas situaciones que hemos considerado de particular relevancia en la LGS, debemos precisar que el presente estudio aporta un punto de vista que, por la extensión de los temas abordados, no aspira a alcanzar la profundidad que la importancia de los mismos merece, sino que pretende contribuir a una discusión que lleve a la mejora global del marco normativo que tome en cuenta los diversos aspectos económicos que explican los efectos de su aplicación e informan su desarrollo.

II. LOS DIVERSOS TEMAS ANALIZADOS

a) La constitución de sociedades a partir de la oferta a terceros

La constitución de una sociedad por oferta a terceros, se encuentra regulada en el artículo 56 y siguientes de la LGS. Entre las principales disposiciones que conforman este mecanismo de constitución se encuentran las referidas a la elaboración de un "programa de fundación", que establece principalmente las características de la futura sociedad. A este programa de fundación se le debe dar publicidad mediante su depósito en el registro correspondiente del Sistema Nacional de los Registros Públicos. Luego de ello se procederá a ofrecer la suscripción de acciones. Una vez cumplido esto se realizará una asamblea de suscriptores, la que debe pronunciarse sobre una serie de aspectos referidos a la constitución de la futura sociedad.

Estas normas, a nuestro entender, carecen de sentido y están destinadas a no ser aplicadas en la práctica. En efecto, los costos que impone son más altos que las alternativas disponibles, por lo que las partes buscarán lógicamente estas otras alternativas⁵.

En el caso que la oferta se dirija a unas pocas personas, lo cual podríamos describir en líneas generales como una oferta privada de las acciones que se emitirán, lo conveniente será simplemente buscar esas pocas personas y decidir juntas la forma cómo, de manera simultánea, procederán a constituir la nueva sociedad, bajo las reglas de los artículos 53 y siguientes. Esto es totalmente lícito, e implicará menores costos para todas las partes, lo cual es mutuamente beneficioso, ya que al reducirse los costos, se incrementan las potenciales ganancias.

De querer captarse recursos del público para el desarrollo del proyecto, es decir, cuando se vaya a realizar una oferta pública de las acciones de la futura sociedad, la modalidad menos onerosa será simplemente realizar una constitución simultánea de la sociedad, y luego ofrecer las acciones a través de un aumento de capital de la nueva sociedad. De este modo, dentro de los mecanismos de transparencia propios del mercado de valores, se logra resultados equivalentes sin

⁵ Una de las asunciones que utilizaremos en el presente trabajo es considerar que es natural en el ser humano la búsqueda de la maximización de su beneficio, y que este actuar es racional y común en la generalidad de seres humanos. En tal medida, si el ser humano considera que una decisión dada incrementa su beneficio en mayor medida que otra, tenderá a adoptar la primera. De esto se deriva que el comportamiento humano puede ser modificado en términos generales a través de la creación de situaciones especiales que maximicen su beneficio, en este caso se estarían creando incentivos para que el ser humano actúe de determinada manera.

tener que incurrir en el oneroso mecanismo de convocatoria a una asamblea de suscriptores, lo cual podría, además, resultar complicado.

En este caso, el derecho tiene disponibles mecanismos alternativos que las partes utilizarán, lo cual lleva a que la existencia de la norma, en este caso, sea inocua. El problema se genera cuando dichos mecanismos alternativos no existen, como en muchas de las circunstancias que comentaremos.

b) Creación y emisión de acciones

Uno de los aspectos más novedosos que introdujo la LGS fue la separación entre los conceptos de creación y emisión de acciones. La creación de acciones consiste básicamente en el acto por el cual el órgano pertinente de la sociedad (en principio la junta de accionistas) acuerda la emisión de futuras acciones a favor de quienes las suscriban. La emisión de acciones se efectúa respecto de acciones previamente creadas, cuando finalmente las acciones son suscritas.

Esta diferenciación conceptual surge para explicar cómo una junta de accionistas puede acordar un aumento de capital, cuando dicho aumento no opera sino hasta que las acciones son suscritas por un tercero. Y es que la existencia de las acciones se deriva de un contrato entre la sociedad y un tercero, por el que la primera acuerda otorgarle una serie de derechos (que confieren las acciones) y el tercero acuerda entregar un derecho de contenido patrimonial (usualmente dinero y otros bienes) en contraprestación. El acto inicial de aprobación del aumento de capital consiste simplemente en el acto por el cual se forma la voluntad de la sociedad de llevar a cabo dicho contrato.

Hasta esta instancia los conceptos son relativamente claros. No obstante, los conceptos empiezan a confundirse cuando la LGS ingresa a regular otros fenómenos como la creación de acciones en cartera (artículo 98), la adquisición por la sociedad de sus propias acciones (artículo 104) y la delegación para aumentar el capital (artículo 206).

b.1) La regulación en el sistema jurídico de los EE.UU.

La exposición del sistema equivalente en la legislación de sociedades en los EE.UU., puede ayudarnos a entender mejor el problema. Y es que, con mucha frecuencia nuestro ordenamiento se ve influido por otros ordenamientos que han recibido asimismo dicha influencia, como es el caso del derecho societario, a nuestro entender. En este caso, consideramos que

nuestro ordenamiento trata de llegar a un resultado similar, y analizar las figuras originales nos ayuda a entender las nuestras.

De acuerdo a dicho sistema, cuando la sociedad se constituye, se establece un número determinado de "acciones autorizadas" (*authorized shares*), que es el máximo de acciones que la sociedad puede emitir. De considerarse conveniente la emisión de un número mayor de acciones, la junta de accionistas debe aprobar el incremento del número de acciones autorizadas. De esa manera, el órgano facultado para decidir la emisión de las acciones, el directorio, procede a aprobar dicha emisión dentro de éste máximo autorizado. Existe entonces una distinción entre las acciones autorizadas y las acciones emitidas, que se refleja claramente en los estados financieros de la sociedad. Las acciones existentes, son evidentemente las acciones que se hubieran emitido, las que reciben el nombre de "acciones en circulación" (*outstanding shares*). El capital se determina en función de las acciones en circulación.

Una vez emitidas las acciones, es posible que la sociedad realice una redención de sus acciones, adquiriéndolas y luego cancelándolas. En tal supuesto, el número de acciones en circulación se reduce, y esto se refleja correspondientemente en los estados financieros de la sociedad, el capital se reduce. Puede ocurrir también que la sociedad adquiera sus acciones, pero que no las cancele, sino que las mantenga como parte de sus activos, caso en el cual el monto de acciones en circulación no se reduce, y no se afecta el monto de capital, sino el monto de los recursos excedentes de la sociedad.

En este punto es necesario precisar que el directorio de la sociedad, a cargo del cual se encuentra el manejo de la misma, no cuenta con libre albedrío en la emisión de acciones y su posterior adquisición. Los administradores de la sociedad (dentro de los cuales se encuentran también los gerentes), se encuentran en una posición denominada fiduciaria que exige de ellos el cumplimiento de determinados estándares jurídicos, como el deber de lealtad y buena fe (*duty of loyalty and good faith*), y el deber de diligencia (*reasonable care duty*), hacia la sociedad y en la realización de los actos que competen a ella.

Asimismo, a estos deberes generales acompañan deberes específicos en la emisión y adquisición por la sociedad de sus propias acciones. En la emisión de acciones, por ejemplo, no se admite que la misma se haga en favor de los propios administradores o de accionistas mayoritarios, con el objeto de perpetuarse

en el control de la sociedad, la contraprestación por la colocación de las acciones debe ser adecuada, etc. En la adquisición de acciones, una de las limitaciones existentes es que la misma se haga por un propósito apropiado (*proper purpose*), como parte de sus deberes fiduciarios de lealtad y buena fe. En tal medida, la adquisición de acciones no puede ser efectuada para favorecer a determinados accionistas, beneficiando por ejemplo a los mayoritarios con la compra de sus acciones cuando existan malas perspectivas para la sociedad, o perjudicando a los minoritarios cuando las perspectivas sean positivas.

La acción de las cortes, haciendo valer los deberes mencionados, así como la razonable seguridad jurídica existente debido a la repetición de casos resueltos de manera similar en las cortes, hace que se minimice la posibilidad de abusos.

Procedamos ahora a exponer la inconsistencia en la legislación peruana.

b.2) La creación de acciones

Este concepto tiene, a nuestro entender, dos significados distintos en la LGS. En ambos casos se refiere a un acuerdo interno del órgano competente de la sociedad (que puede ser la junta general de accionistas o el directorio) de que se procederá a contratar con un tercero que suscribirá las acciones. Sin embargo, de acuerdo a uno de sus significados, la creación de las acciones (acuerdo interno) se da con relación a una contratación que la sociedad se encuentra negociando. En el otro caso, la sociedad no tiene determinado el momento en que se realizará dicha contratación, y lo que busca simplemente es facilitar la operatividad de la emisión para estar en la posibilidad de aprovechar de manera ágil las oportunidades de colocación que se presenten.

Así, en el primer caso, la creación de acciones puede consistir en la aprobación de la junta de accionistas de aumento de capital, con la finalidad que éste sea colocado en favor de determinados inversionistas con los que la sociedad ha negociado⁶. En el segundo caso, la creación de acciones puede consistir en el acuerdo que permitirá a la sociedad emitir un número máximo de acciones en el futuro sin que se requiera de un nuevo acuerdo del órgano que aprobó dicha creación.

b.3) La emisión de acciones

En cuanto a la emisión de las acciones, en los dos casos de creación de acciones mencionados, ésta se da cuando las mismas son suscritas. Entre la creación de las acciones y la emisión de las mismas, hay una serie de pasos por cumplir, principalmente en lo relativo a la determinación de las condiciones en que las acciones serán emitidas (generalmente cuando la junta crea las acciones delega en un órgano administrativo la determinación de las condiciones en base a ciertos parámetros) y la realización de los actos y celebración de los contratos que se requieran para efectuar la emisión.

El caso de creación de acciones dentro del primer significado mencionado es fácil de imaginar y no presenta mayor problema.

Es en el segundo supuesto en el que se presentan las inconsistencias. Este segundo supuesto, en el que pueden emitirse acciones en el futuro dentro de un máximo determinado por la sociedad, sin que se requiera de una nueva aprobación por el mismo órgano (por ejemplo, la junta de accionistas), cumple la función de las "acciones autorizadas" de la legislación norteamericana. Su propósito es que la administración, verdadera concededora de lo que resulta más conveniente para la sociedad, sea quien proceda a la emisión de las acciones cuando lo considere apropiado. Adicionalmente se busca que la emisión de acciones en tales casos se efectúe sin que la administración deba recurrir a la junta para que apruebe la operación, ya que ello podría implicar la pérdida de la oportunidad de emisión, por el tiempo que se tarde en conseguir la aprobación.

Pues bien, para alcanzar este mismo objetivo, la LGS ha creado hasta tres modalidades distintas. Esto no es malo en sí mismo, ya que las partes pueden finalmente elegir la opción que más convenga a sus intereses, el inconveniente radica en que ha establecido procedimientos y límites distintos para llegar a lo mismo. Esto puede generar confusión y la necesidad de eliminarla a través de la consulta a terceros especializados, incrementando los costos de la transacción.

Una primera modalidad aparente sería simplemente establecer en el pacto social o estatuto, o mediante acuerdo posterior, la creación de un determinado

⁷ No entremos aún al tema del derecho de suscripción preferente.

número de acciones, con base en el artículo 83 de la LGS, estableciéndose que su emisión se efectuará posteriormente de acuerdo a lo que acuerde algún órgano de la sociedad, que podría ser el directorio, o quizá la gerencia. La LGS no prohíbe esta modalidad ni establece límites. Sin embargo, parecería cuestionable la posibilidad que esta posibilidad se encuentre disponible en vista que existen dos modalidades muy cercanas que sí establecen límites: la creación de acciones en cartera (artículo 98 de la LGS), y la delegación en el directorio para aumentar el capital (artículo 206 LGS).

b.4) La creación de acciones en cartera y la delegación en el directorio para aumentar el capital

Bajo la primera modalidad, la sociedad crea acciones que no tiene pensado emitir en el momento. Se puede decir que están pendientes de emisión dentro de los plazos y condiciones fijadas. Se presume que bajo esta modalidad el directorio será el órgano delegado para realizar la emisión. Sin embargo, nada impide que sea otro órgano social o incluso un tercero. En la práctica la función de las acciones en cartera es la misma a la de las acciones creadas (del artículo 83), la junta autoriza a que se emitan las acciones, son otros los que deciden cuándo y, presumiblemente, en qué condiciones (ya que la junta delegará también su determinación al no saber al momento en que se aprueba la creación, qué condiciones son las más apropiadas para una mejor colocación). El límite en este caso es el veinte por ciento de las acciones emitidas.

La segunda modalidad a la que nos referiremos es aquella en la que la junta de accionistas delega en el directorio la facultad que sea éste quien decida la creación y emisión de acciones dentro de determinado máximo impuesto por la junta general de accionistas. Esta modalidad está contemplada en el artículo 206, numeral 2 de la LGS. Como vemos la operatividad es bastante similar a la de las acciones en cartera. Sin embargo, en este caso los límites son distintos: el plazo dentro del cual el directorio puede acordar las emisiones no puede exceder de cinco años, y el límite máximo de acciones que se podrán crear y emitir no podrá exceder del cien por ciento del capital pagado al momento de la delegación.

Esta diferencia en cuanto a los límites, para negocios jurídicos tan similares no encuentra sustento, a nuestro parecer, al menos desde el punto de vista económico.

El tema sin embargo, no queda ahí, si ampliamos nuestro análisis a la LMV, que también regula un supuesto similar, al cual denomina asimismo "acciones en cartera". El artículo 84, inciso a) de dicho

cuerpo legal regula el caso de las acciones en cartera no suscritas. También regula el caso de las acciones de propia emisión adquiridas por la sociedad pero no redimidas (a las que denomina también acciones en cartera). El límite en este caso es de un máximo del diez por ciento del capital social. Nuevamente el límite es distinto, con la complicación que él mismo debe tomar en cuenta también las acciones de propia emisión que la sociedad adquiere y no redime. Para hacer más compleja la situación, la LMV no establece en qué supuestos se aplica dicho dispositivo, y cuándo, de ser el caso, sus límites se aplican por sobre los límites de la LGS. Podrían ensayarse diferentes interpretaciones, sin embargo, todas ellas contarán con la incertidumbre de no ser respetadas en una eventual querrela en el poder judicial. Incluso en el caso en que se considere que las disposiciones de la LMV se aplican para las sociedades que acuden al mercado de valores (la interpretación más coherente, considerando el cuerpo legal del que emanan), el resultado sería sumamente inconsistente, ya que éstas, que son las que cuentan con mayor necesidad de contar con un mecanismo ágil de emisión de acciones, serían las que estarían más limitadas.

La explicación de esta extraña relación entre las normas de la LGS y la LMV se encuentra en que la segunda introdujo cambios respecto de la antigua Ley General de Sociedades, adoptando, sin embargo, una postura algo conservadora y estableciendo el límite del diez por ciento. Luego entraría en vigencia la nueva LGS, que traería la misma figura, regulándola de manera más flexible, pero olvidando lo dispuesto en la LMV. Por ello, la interpretación que resuelva (parcialmente) el entuerto sería la que considere que la LGS derogó tácitamente a las normas de la LMV.

b.5) Adquisición de acciones de propia emisión

Pasando ahora al tema de la "recompra" de acciones, o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin redimir las o amortizarlas, a lo que la legislación en EE.UU. se refiere como acciones en tesorería ("*treasury shares*"), descubrimos que la LGS regula este supuesto en su artículo 104. En este caso, la LGS establece dos supuestos de recompra sin amortización, la primera de ellas es para evitar un "daño grave". El límite en este caso es de carácter temporal, solo puede mantenerlas por el plazo de dos años. La segunda modalidad "bautiza" tímidamente a las acciones adquiridas como "acciones en cartera", no es necesaria ninguna justificación para la adquisición, y el límite que establece es el mismo plazo de dos años, pero también el diez por ciento del capital suscrito.

Por su parte, la LMV también regula este supuesto de recompra de acciones en su artículo 84, inciso b). Este mecanismo sirve para que la sociedad retire acciones del mercado cuando ello resulte conveniente, y las mantenga con la finalidad de colocarlas de manera ágil cuando lo necesite. Los límites son aparentemente los mismos (diez por ciento del capital social), pero únicamente en el caso que la sociedad no utilizara la figura también denominada acciones en cartera. En efecto, el límite de diez por ciento incluye el monto de acciones creadas para ser emitidas posteriormente. Esto revela nuevamente un tratamiento incoherente del tema en la legislación peruana, lo que debería corregirse para evitar tener que recurrir a interpretaciones que no otorguen suficiente seguridad jurídica.

b.6) Posibles soluciones

Podemos decir entonces que la LGS contiene incoherencias al interior de sus normas y respecto de las normas que se encuentran contenidas en la LMV. Quizá un sistema más apegado al que existe en los EE.UU., al cual pretende imitar, a nuestro parecer, aclararía mejor el panorama regulatorio. Por ejemplo, las cosas podrían llamarse por su nombre, a las acciones autorizadas por la junta de accionistas, no llamarlas en cartera, ya que no existen, por más que se diga que han sido “creadas”. A las acciones de propia emisión que la sociedad adquiere y no amortiza, sí llamarlas acciones en cartera, puesto que estas sí existen. Ni unas ni otras deberían computarse para efectos del ejercicio de derechos.

En cuanto a los límites establecidos para lo que nosotros denominamos acciones autorizadas, somos de la idea que los mismos deben ser flexibilizados, y que debe ser la propia sociedad quien decida el máximo que corresponda. Una fórmula podría consistir en la facultad de establecer un límite que pueda ser modificado por acuerdo de la junta de accionistas. No encontramos razones para atar esos límites al capital, suscrito o pagado, vigente.

En relación con las acciones readquiridas con la finalidad de mantenerlas vigentes para su posterior recolocación, tampoco encontramos motivos para limitar dicha adquisición. Menos razones existen aún para que dicho límite sea diferente respecto de las acciones autorizadas. Debe considerarse que la emisión de este tipo de acciones mantenidas en cartera o tesorería debería ser mucho más ágil que el caso de las acciones autorizadas. Deberían fijarse también límites que sean susceptibles de derogación, salvo que se perjudique con ello el derecho de los acreedores de la sociedad, pero ello no es algo que se pueda estable-

cer de manera rígida para el caso de todas las sociedades.

Para evitar que la utilización de estos mecanismos se haga para afectar los derechos de determinados accionistas o acreedores de la sociedad, la solución no viene por el lado del establecimiento de límites de emisión o adquisición, sino por el de la imposición de un deber de lealtad y buena fe en el manejo de los asuntos de la sociedad, el cual existe en la LGS, pero que consideramos debería reforzarse, como señalaremos más adelante.

Establecer límites no impide que las acciones dentro de dicho límite sean colocadas de acuerdo al criterio de la administración. Asimismo, en el caso de la adquisición de acciones, nada impide, en la práctica, que las mismas puedan ser adquiridas de personas específicas a las cuales se pretenda favorecer o perjudicar, según el caso, y un límite con relación al capital suscrito o pagado puede ser excesivo o reducido dependiendo de las características de la sociedad a la que se refiera.

La existencia de diferentes límites para llegar al mismo resultado no es un problema práctico en apariencia, ya que las partes contratarán de manera tal que puedan evitar los límites que no se ajusten a sus necesidades. Sin embargo, hacer esto puede llegar a ser costoso, además del hecho que no logra eliminar la incertidumbre respecto a la validez de lo contratado, salvo que se cumpla con todos los límites señalados en las distintas modalidades que se encuentran en la LGS y en la LMV. Esto es ineficiente, y pensamos que debería establecerse un esquema más claro donde las partes puedan pactar con seguridad y a menores costos.

Para resumir, consideramos que en cuanto a la creación de mecanismos ágiles de emisión de acciones por las sociedades, existe en la actualidad poca coherencia en cuanto a los límites existentes. Lo mismo podemos decir respecto de los mecanismos de adquisición de acciones de propia emisión. De otro lado, la existencia de un marco legal poco claro genera una serie de costos en cuanto a costos de transacción e inserta incertidumbre en la misma.

c) Derecho de suscripción preferente y certificados de suscripción preferente

El derecho de suscripción preferente surgió como un mecanismo que permite a todas los accionistas mantener su participación proporcional en el accionariado de la sociedad, y por ende, mantener su porcentaje en

el flujo de caja que genera la misma. Tiende a evitar que las acciones sean colocadas únicamente en determinados accionistas, quienes incrementarían su control sobre la sociedad y su derecho a participar en el flujo de caja que genere la misma. El derecho de suscripción preferente se encuentra contemplado en el artículo 207 de la LGS.

El problema con el derecho de suscripción preferente es que presume que todos o la mayoría de accionistas desearán participar en el aumento, y cuando esto no sucede, el resultado es la imposición de una serie de costos al proceso de financiamiento de la sociedad y a la posibilidad que la misma pierda la oportunidad de aprovechar condiciones favorables en el mercado. Es decir, con la finalidad de evitar que unos accionistas incrementen su participación en desmedro de otros, se establece un mecanismo de suscripción que podría terminar poniendo a la sociedad (es decir, a todos los accionistas) en una situación de desventaja.

En todo caso, la LGS establece que para que los accionistas que no cuenten con recursos para suscribir acciones, puedan aprovechar al menos el valor de su derecho de suscripción, dicho derecho debe incorporarse en títulos o ser representado mediante anotaciones en cuenta. La emisión de certificados de suscripción preferente se encuentra contemplada en el artículo 209 de la LGS.

Algunos temas son importantes de resaltar, sin embargo. Al igual que el caso de la creación y emisión de acciones, existe una aparente incoherencia dentro de la misma ley en varios aspectos. Uno de ellos se refiere al alcance de los derechos de suscripción de una persona que ha adquirido el derecho de suscripción de un tercero. Nos explicamos: el primer párrafo del artículo 208 de la LGS establece que quien ha participado en la suscripción de acciones en la primera rueda de suscripción tiene derecho a suscribir las acciones restantes, en segunda rueda, en proporción a su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubiera suscrito en primera rueda.

No obstante, el artículo 209, relativo al caso en que se hubiese emitido certificados de suscripción preferente, introduce un criterio distinto para el mismo caso. Señala que quien participó en la primera rueda tiene el derecho a participar en la suscripción de las acciones remanentes en proporción no solo a su tenencia accionaria tomando en cuenta las acciones suscritas, sino las que corresponderían a la tenencia del accionista que le transfirió el derecho.

Asumimos que la diferencia de criterio obedece a que la LGS se pone, en el artículo 208, en el caso en que no se emiten certificados de suscripción preferente, lo cual es posible, mientras que el artículo 209 regula los casos de ejercicio del derecho de suscripción a partir de certificados de suscripción preferente. Esta interpretación es la que se debe aplicar y es por ello que el tema estaría aclarado, aunque no la justificación de la diferencia de tratamiento.

Lamentablemente el asunto no es tan sencillo, ya que al igual que en el tema anterior relativo a la creación y emisión de acciones, si incluimos en el análisis a la LMV, las cosas se complican. Esto porque el artículo 106 de la LMV establece un criterio distinto al de la LGS. De acuerdo al referido artículo, una vez concluida la primera rueda de suscripción, quien participó en primera rueda queda facultado para suscribir las acciones que no hubieran sido suscritas, en proporción a las que posea. De acuerdo al artículo 106 de la LMV, entonces, el que participa en segunda rueda no incluye en su participación, para efectos de determinar lo que le corresponde suscribir, la tenencia que le correspondería quien le transfirió el certificado. La LMV tampoco establece el requisito de haber participado en la primera rueda con la finalidad de encontrarse habilitado a participar en la segunda, como lo hace la LGS.

La LMV, por otro lado, no otorga criterios para determinar cuándo entran en aplicación sus normas, tanto ellas, como las contenidas en la LGS parecen aplicarse a las sociedades en general, por lo que tenemos el mismo problema de conflicto de normas que debería resolverse por preferir la aplicación de la norma posterior.

Fuera de este tema de incompatibilidad de normas, debemos analizar uno de mayor trasfondo. ¿Es necesario que el derecho de suscripción preferente sea de carácter obligatorio para todas las sociedades y todos los supuestos de aumentos de capital? ¿No podría establecerse un sistema en que se prohíba que la operación se haga para favorecer a determinados tipos de accionistas, y que los accionistas que quisieran adquirir acciones lo hagan en condiciones de mercado, junto con el resto de inversionistas? Nos parece que una fórmula tal beneficiaría mejor, por ejemplo, a quienes se quiere favorecer, puesto que la empresa estaría en la posibilidad de obtener mayores recursos con la colocación. Esta es la fórmula que acertadamente ha utilizado la LGS en su artículo 259, el cual se aplica únicamente en el caso de sociedades anónimas abiertas (SAA). No hay mayor problema para las sociedades que tienen la calidad de SAA.

Pero el problema de que el derecho de suscripción preferente dificulta la obtención del mayor valor posible por la sociedad para las acciones, no es el único. Debemos recordar que también implica que la sociedad debe esperar un tiempo hasta que se realicen las rondas de suscripción, e incurrir en una serie de gastos en dicho proceso. El problema del tiempo se hace patente en el caso que la sociedad deseara emitir acciones que nosotros denominamos autorizadas (acciones en cartera para la LGS). Así, el artículo 99 no se atrevió a liberar a este caso del derecho de suscripción preferente, pues únicamente se exceptúa de este derecho al caso del artículo 259. Al mantener el derecho de suscripción preferente en el caso de este tipo de acciones entró en conflicto la necesidad de celeridad para su emisión versus el tiempo que tomase realizar todas las rondas de suscripciones. El perjudicado fue el derecho de suscripción preferente, que debe ser completado en únicamente cinco días útiles, tarea que seguramente resultará difícil.

Otro tema interesante es el de los efectos de la regulación de los certificados de suscripción preferente. Aparentemente su finalidad es que los accionistas se apropien del valor económico del derecho de suscribir las acciones. Este derecho tiene en realidad la naturaleza de una opción: su tenedor tiene la opción de suscribir determinadas acciones dentro de un plazo determinado. Sin embargo, no se exige que se establezca el precio al que se suscribirán las acciones o al que se ejercerá la opción. Como consecuencia, el derecho que se incorpora en el certificado no tiene mayor valor, al menos desde el punto de vista financiero⁷. Únicamente servirá cuando alguien quiera asegurar un incremento de su participación, pero nuevamente: ¿a qué precio? Si lo suscribe al precio que se determine con posterioridad en función a lo que se estime conveniente, mejor podría ser para la sociedad que se haga una subasta de esas acciones para, de ese modo, maximizar la captación de recursos por ésta, y que quienes quieran incrementar su participación ofrezcan el mayor valor que corresponda a sus intereses.

El tema de los plazos para el proceso de ejercicio del derecho de suscripción es otro que se encuentra inadecuadamente regulado, ya que éste se aborda hasta en tres dispositivos legales distintos: la LGS (artículos 208 y 209), la LMV (artículos 105, 106 y 107) y la LTV (artículo 259). La última de las normas mencionadas establece cuándo la LMV se aplica con preferencia a la LGS y viceversa. Esto soluciona el problema del con-

flicto de normas, mas no el hecho que el cumplimiento del régimen legal puede resultar complicado y, por ello, puede generar una serie de costos innecesarios a las sociedades. Lo conveniente es que una sola norma regule todos los casos. Incluso la regla introducida por la LTV podría resultar inadecuada en algunos supuestos, ya que establece que basta que una sociedad tenga una clase de acciones inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), que administra CONASEV, para que se sigan las reglas establecidas en la LMV (pensadas para un gran número de participantes) con preferencia a las de la LGS. En el caso de ciertas sociedades con acciones inscritas en el RPMV por mandato legal, por ejemplo, aun cuando cuenten con pocos accionistas, deberán seguirse las reglas de la LMV, ello no tiene mayor lógica.

d) Emisión de obligaciones

La emisión de obligaciones se encuentra también innecesariamente regulada por al menos cuatro dispositivos distintos: la LGS, la LMV, la LTV y las normas emitidas por CONASEV con base en las facultades que le otorgan las dos últimas leyes mencionadas.

La LGS establece el marco general de emisión de obligaciones, la LMV y los dispositivos emitidos por CONASEV regulan aspectos específicos en la emisión de obligaciones, según se trate de bonos (plazo mayor a un año) o papeles comerciales (plazo igual o menor a un año). Finalmente, la LTV, pretende ordenar la emisión de obligaciones, clasificándolas en bonos y papeles comerciales, y cubrir algunos vacíos del marco legal conformado por la LGS y la LMV.

No es necesario repetir nuestro comentario respecto a que nos parece poco apropiado este sistema legislativo de normas dispersas, que impone costos innecesarios para determinar el marco legal aplicable. Nos limitaremos a señalar algunos aspectos que consideramos pueden mejorarse.

d.1) Órgano facultado para acordar la emisión.

El primero de ellos es el relativo al órgano de la sociedad que puede determinar la emisión de obligaciones. La LGS señala en este caso que es la junta general de accionistas el órgano facultado, y que dicho órgano únicamente puede delegar en el directorio la determinación de las condiciones de la emisión y la ejecución de la misma (artículos 115, numeral 4. y 312). Realmente no encontramos sentido a ésta rigidez.

⁷ El precio de ejercicio de la opción es uno de los elementos fundamentales para valuar las opciones.

La emisión de obligaciones consiste únicamente en la adquisición de un pasivo más por parte de la sociedad, y en tal medida, el tratamiento para la emisión de obligaciones debería seguir la misma regla general para la adquisición de pasivos. Este problema se agrava cuando la sociedad tiene previsto hacer varias emisiones de diferentes clases en el futuro, aprovechando las condiciones favorables que los cambiantes mercados de valores presenten. En tal supuesto, de seguirse la regla establecida en la LGS, se debería recabar la aprobación de la junta de accionistas cada vez que se quiera recurrir al mercado de valores a través de la emisión de obligaciones. Esto probablemente pondría en desventaja a la sociedad, ya que el tiempo (además de los costos) que ello involucraría, harían que las oportunidades que presenta el mercado en un momento dado sencillamente se pierdan.

En el caso de los papeles comerciales, que constituyen “instrumentos de corto plazo”, para efectos de la LMV, la solución viene dada por el artículo 4 de la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, que establece, con base a lo dispuesto en el artículo 98 de la LMV, que el acuerdo de emisión de obligaciones puede ser efectuado por órganos distintos de la junta de accionistas cuando ésta lo hubiese autorizado y no se contraviniese el estatuto.

En el caso de los bonos, la solución puede venir dada por una interpretación concordada del artículo 312 de la LGS con el artículo 308, numeral 2 del mismo cuerpo legal. Este último se refiere a que la emisión puede darse a través de un programa de emisión, caso en el cual debe establecerse lo relativo a las series o etapas de colocación. De acuerdo a esta interpretación, en el caso de emisión de obligaciones a partir de programas de emisión, el artículo 312 implica que la junta apruebe la realización del programa, y que al directorio le competa lo relativo a la ejecución del mismo, entre ello determinar lo relativo a las diferentes emisiones que se realizarán. Este último mecanismo, respecto de la emisión de obligaciones, es equivalente al de las acciones autorizadas (según nuestra denominación) para el caso de emisión de acciones: la junta de accionistas aprueba un máximo, y los órganos sociales se encargan de determinar las emisiones y sus características.

El esquema legal, sin embargo, no es el más eficiente, ya que genera costos para efectos de la búsqueda de salidas legales, las que pueden mantener cierto grado de incertidumbre si un juez no considera correcta la interpretación efectuada.

En resumen, un marco legal más eficiente debería

permitir expresamente que la junta de accionistas otorgue una autorización para que el directorio, incluso otros órganos sociales (por ejemplo para el caso de papeles comerciales), puedan realizar las emisiones que resulten convenientes para la sociedad, dentro o fuera de un programa de emisión.

d.2) Límites en la emisión de obligaciones

Otro aspecto interesante de la regulación se refiere a los límites en cuanto al monto de emisión de obligaciones. El artículo 305 de la LGS establece que dicho importe no puede exceder al patrimonio neto de la sociedad salvo que se constituyan garantías específicas, la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad, u otros casos que la ley permita (no se ha emitido dicha ley).

Se trata de una norma imperativa, pero en realidad no entendemos a quién se pretende proteger, si a la sociedad (o a los accionistas y acreedores a través de ello), o a los inversionistas a quienes se emitan las obligaciones. Veamos el primer supuesto.

En primer lugar debemos señalar que no es claro determinar cómo ese límite protege a la sociedad. Constituye una medida conservadora que puede impedirle obtener recursos que le permitan eventualmente salir de una difícil situación financiera. De otro lado, le impediría en ciertos casos realizar operaciones de sustitución de pasivos cuando el mercado de tasas de interés sea favorable para ello, ya que debería, primero, cancelar los pasivos previos, antes de proceder a la emisión de las obligaciones a partir de la cual los cancelaría. La sociedad puede conseguir financiamientos puente o recurrir a la constitución de garantías. Las preguntas que nos haríamos en este caso serían: ¿a qué precio?, ¿es ello eficiente? Fuera de estas preguntas, surge aquella que cuestiona el hecho que la ley quiera que todas las sociedades tengan un comportamiento conservador. El objetivo de la sociedad anónima es maximizar el valor de las acciones para sus accionistas, y para ello probablemente la sociedad deba ser más agresiva y asumir mayores riesgos. Los accionistas siempre podrán diversificar sus inversiones y eliminar el riesgo propio de cada empresa (o acción).

De otro lado, asumiendo que lo que se quiere es que la sociedad tenga un comportamiento conservador, la regla es deficiente, en la medida que únicamente toma en cuenta las obligaciones que hubiese emitido, dejando de lado otros pasivos que la empresa pueda haber contraído y que incrementan también su apalancamiento financiero.

Si, en cambio, de lo que se trata es de proteger a los inversionistas que fuesen a adquirir dichas obligaciones, en caso que las mismas se fuesen a colocar a través de oferta privada, los inversionistas pueden exigir toda la información que consideren conveniente y determinar si les conviene o no invertir en dichas obligaciones. La situación sería similar a una persona que otorga un préstamo a una sociedad. En este caso, lo que las partes seguramente harán será no adquirir obligaciones sino realizar un préstamo sindicado.

De tratarse de una emisión de obligaciones que se pretenda colocar mediante una oferta pública, se aplicará todo el régimen de revelación de información, el cual incluye la obligación de obtener clasificaciones de riesgo respecto de la emisión, y los inversionistas estarán en la posibilidad de obtener un instrumento financiero por el cual exigirán un retorno que compense los riesgos propios de la inversión. Ambas partes se verían beneficiadas. No se entiende entonces el por qué de la norma que por razones proteccionistas llevaría a una situación ineficiente a las partes involucradas.

d.3) Incumplimiento de las condiciones de emisión

Otro tema importante por analizar es el vinculado con las consecuencias del incumplimiento de las condiciones de emisión. El artículo 329 de la LGS establece en su primer párrafo que la sociedad debe satisfacer el importe de las obligaciones en los plazos convenidos, con las primas y ventajas que se hubiesen estipulado en el contrato de emisión. Asimismo, el último párrafo del referido artículo dispone que el incumplimiento de tales obligaciones determina la caducidad del plazo de la emisión y autoriza a los obligacionistas a reclamar el reembolso de las obligaciones y de los intereses correspondientes.

Ésta parece ser una norma imperativa. Además de ello, parece también ser una norma excesivamente dura, no sólo para el emisor de los valores, sino incluso para los obligacionistas que pretende proteger.

Respecto del emisor, la norma involucra el riesgo de verse en una mala posición en circunstancias en que por factores imprevistos (usuales en nuestro país) se vea impedido de, por ejemplo, efectuar un pago de intereses en las obligaciones. En tal supuesto, el hecho de que caducan todos los plazos y devienen por ende exigibles las obligaciones, implica incluso incurrir en el riesgo de caer en insolvencia. El problema se incrementa en el caso que el incumplimiento se produzca respecto de diversas emisiones de obligaciones, supuesto en el cual su poder de negociación,

y la posibilidad de evitar inmediatas acciones judiciales (incluso a través del proceso de ejecución), por parte de los obligacionistas, se ven enormemente menoscabados. Esto constituye una gran desventaja en la utilización de la emisión de obligaciones como instrumento de financiamiento. En ciertos casos, debería llevar a la sociedad a optar por otros mecanismos menos eficientes.

Por el lado de los obligacionistas, puede ponerlos también en el riesgo de verse envueltos en una situación en la que la sociedad opte simplemente por la insolvencia, sin encontrarse en la posibilidad de negociar nuevos plazos, en la medida que correrían el riesgo de que otros obligacionistas ejerzan sus derechos sobre el patrimonio del emisor y los activos de éste se vean afectados. Ser acreedor de una empresa insolvente es ciertamente una peor situación.

En tal medida, la norma debería dejar que las partes se otorguen mediante pacto un mayor margen de negociación en caso de incumplimiento, de modo que se permita a las partes llegar a una situación más provechosa para todas.

Finalmente, bajo el riesgo de ser reiterativos, consideramos importante que se unifiquen las diferentes legislaciones existentes respecto de la emisión de obligaciones, y para poner de manifiesto las complicaciones que el marco legal vigente puede llegar a generar, basta con observar la labor de concordancia que debe efectuarse respecto de materias como el contenido del contrato de emisión (regulado en los artículos 308 de la LGS y 88 de la LMV) y el régimen del representante de obligacionistas (artículos 325º de la LGS y 92 de la LMV) en los dispositivos legales aplicables.

e) El régimen de la administración de la sociedad y el problema de agencia

Cuando una persona entrega sus recursos a otra (el agente) con el encargo de realizar con ellos determinada actividad se genera la situación en que no todas las eventualidades que pueden surgir en el desarrollo de dicha actividad puedan ser previstas. Las partes intentarán prever las situaciones más importantes y dar soluciones contractuales a las mismas, con el objeto de que dichas actividades se desarrollen siempre en concordancia con los intereses del que confió los recursos al agente.

Sin embargo, es en aquellas situaciones no previstas en el pacto en las que existe mayor probabilidad que surja un conflicto entre los intereses del proveedor de

recursos y los intereses propios del agente, es en tales circunstancias donde suele presentarse el problema de agencia⁸.

Existen diversos mecanismos disponibles para abordar este problema de agencia y reducir los casos en que los actos que realice el agente se desvíen del interés del proveedor de recursos para atender los suyos propios. Estos mecanismos, sin embargo tienen sus costos. Si los costos de agencia son mayores que el beneficio que esperan recibir los inversionistas, entonces la inversión no se producirá.

Entre los principales mecanismos denominados internos, que existen para alinear los intereses del proveedor de recursos y el agente, dentro del contexto de una sociedad podemos señalar la posibilidad de ejercer el derecho al voto para elegir a los administradores de la sociedad y aprobar grandes cambios en las actividades de la sociedad, los deberes fiduciarios que la legislación impone en los administradores y en los accionistas de control, las posibilidades que ofrece la legislación para hacer cumplir dichos deberes fiduciarios y hacer valer los derechos del inversionista, los incentivos que pueden establecerse para alinear los intereses de los administradores con los de la sociedad y la participación de accionistas no controladores con proporciones importantes de acciones.

Por el lado de los mecanismos denominados externos para reducir el problema de agencia se encuentra la amenaza para el agente de que un tercero tome el control de la sociedad y lo expulse.

e.1) El derecho de voto

En el caso de los mecanismos internos, debemos referirnos en primer lugar a la posibilidad de elegir a los administradores de la sociedad. Mediante el voto los accionistas eligen al directorio de la sociedad, el que designa a su vez a los gerentes o ejecutivos, quienes se encargarán de desempeñar las actividades del día a día en la sociedad, y serán supervisados por el directorio. El poder de elegir y remover a los directores genera en estos el incentivo de realizar sus funciones con eficiencia. Este es un tema tratado adecuadamente por la LGS.

No obstante, determinar si los directores están efectuando una adecuada labor de supervisión es costoso, y generalmente los inversionistas que carecen de control no tendrán los incentivos para monitorear la actividad de los administradores por un problema de acción colectiva⁹. El costo de monitoreo puede exceder los beneficios esperados por cada inversionista individualmente considerado, y aun cuando resultaría conveniente que los inversionistas, considerados como grupo efectúen dicho control, los en ocasiones elevados costos de coordinar entre ellos una acción colectiva hacen que estos no la lleven a cabo. Como consecuencia de ello, ningún inversionista querrá asumir el costo del monitoreo, aun cuando éste no exceda al beneficio que puedan obtener, porque saben que los demás se beneficiarían de manera gratuita de dicha actividad.

e.2) Grandes inversionistas no controladores

La existencia de un inversionista no controlador de la sociedad, con una inversión considerable, reduce este problema, ya que al mantener una inversión importante, con la consecuente posibilidad de asumir grandes pérdidas, hace que esté dispuesto a asumir los costos de dicho control, aun cuando los demás inversionistas no controladores se beneficien de ello. El problema es entonces mayor cuando no existe un inversionista con esas características.

No es competencia de la LGS determinar que existan estos grandes inversionistas no controladores.

e.3) Reducción de costos de monitoreo a partir de la legislación

Sin embargo, la LGS sí puede reducir los costos de monitoreo y el problema de acción colectiva, reduciendo el costo de acceso a la información importante para determinar cuán bien se encuentran desempeñando sus funciones los administradores. Existen diversos mecanismos establecidos en la LGS para lograr dicho propósito. Por ejemplo el artículo 130 establece el derecho de los accionistas a contar con la información relevante relativa a la junta general de accionistas. Similar lógica persigue la obligación de contar con una memoria anual, preparar estados financieros auditados, y la facultad de realizar auditorías especiales (artículo 221 y siguientes).

⁸ Aquel en el cual el agente, quien administra los recursos, al contar con intereses propios, pueda optar por favorecerlos en una situación de conflicto de intereses.

⁹ Un conjunto de personas se encontraría en mejor posición si adoptan una solución conjunta a un problema común. Sin embargo, en muchos casos los costos que implica adoptar dicha decisión conjunta, acarrear que ello no se verifique, manteniéndose en la posición desfavorable inicial.

El mismo principio siguen las normas que establecen un régimen obligatorio de revelación de información en el caso de colocación de valores por oferta pública. En este caso, la acción de monitoreo de la sociedad no la efectúan únicamente los inversionistas sino el mercado a través de la asignación de los precios de los valores.

Estos mecanismos pueden, sin embargo no ser suficientes, en la medida que se realizan de manera eventual o periódica, pudiendo existir espacios prolongados de tiempo entre dicha información. En el caso de sociedades sujetas al régimen de revelación de información pueden ocurrir instancias también en que la sociedad no cuente con los incentivos adecuados para realizar una efectiva revelación de toda aquella información relevante.

Por ello, la LGS reduce adecuadamente estos costos de monitoreo, permitiendo que los inversionistas puedan realizar investigaciones propias y acceder a información respecto de la marcha de la sociedad. Asimismo, puede reducir el problema de la acción colectiva, facilitando la realización de reuniones de inversionistas, para efectos de que ellos adopten las decisiones que mejor convengan a sus intereses. Para el caso de los accionistas, estos mecanismos únicamente existen respecto de una SAA, en sus artículos 255 y 261. En el caso de los adquirentes de obligaciones, los mecanismos ideados son, principalmente la figura del representante de obligacionistas, que cuenta con la facultad de solicitar información a la sociedad (artículo 325, numeral 3) y de adoptar decisiones para la defensa de los intereses de los obligacionistas o reunirlos en asamblea para que éstos adopten las decisiones que resulten pertinentes.

Cabe señalar que este mismo principio siguen las disposiciones recientemente dictadas a través de la Ley 27649, que modifica a la LMV y establece mecanismos similares para la generalidad de inversionistas en su sétima disposición final y transitoria.

Podemos concluir entonces que el problema de los costos de monitoreo se encuentra aceptablemente legislado en la LGS y en la legislación del mercado de valores.

La evidencia empírica suele señalar, sin embargo, que esta acción de monitoreo no resulta en sí misma suficiente, existiendo el peligro de que dicho monitoreo

se realice únicamente cuando la actividad dañina se encuentra consumada. Adicionalmente, estos mecanismos no suelen funcionar de manera ágil, por razones cuyo análisis escaparía al propósito del presente¹⁰. Debe señalarse, asimismo, que estos mecanismos pueden tener, asimismo, un costo elevado.

e.4) Aprobación de los accionistas para ciertos eventos de importancia

En vista de los costos de monitoreo presentes en los inversionistas, las legislaciones suelen adoptar una saludable medida preventiva en el caso de grandes cambios en las actividades de la sociedad, casos en los cuales necesariamente se requiere de la aprobación de los accionistas.

En cuanto a esta materia, consideramos que la LGS peca de exceso cuando se trata de aprobar una emisión de obligaciones, como hemos señalado anteriormente, y de defecto en ciertos casos, como el de la venta de activos. En realidad, más que defecto, consideramos que adopta una regla que puede ser en algunos casos excesiva, y en otros muy limitada, y es que establece la importancia de los activos con relación a la vida de la empresa en función a su valor con respecto al total de activos. Este parámetro puede ser excesivo en el caso de cierto tipo de empresas, en las que por su actividad, gran parte de los activos constituyen bienes cuya comercialización forman parte del giro normal del negocio. De otro lado puede ser muy limitado, en los casos en que activos como marcas o patentes u otros intangibles, de difícil valuación, que constituyan un bien fundamental para el desarrollo de las actividades de la empresa, sean enajenados. Una fórmula ajustable al tipo de sociedad de que se trate sería más eficiente, por lo que valdría la pena explorarla. Algún parámetro a ensayar sería determinar si se trata de una venta de activos que se realiza como parte del giro normal del negocio.

e.5) Los deberes de los administradores y del accionista controlador

Un mecanismo de suma importancia en el caso de otros sistemas jurídicos, como el de EE.UU., es la imposición en los administradores del deber de lealtad y buena fe, y el deber de diligencia, en la realización de sus actos. De acuerdo a ellos, los administradores deben ser leales a la sociedad y a todos los accionistas, y sus actos deben ser efectuados de buena fe. Estos deberes tienen que ser cuidadosamente cum-

¹⁰ En nuestro parecer, el problema principal se encontraría en los incentivos con que cuentan los diferentes participantes en estos mecanismos.

plidos cuando se trate de realizar actos en situaciones de conflictos de interés, supuesto en el cual la carga de la prueba de haber actuado de buena fe y de manera justa se encuentra en los administradores. De acuerdo al deber de diligencia, los administradores deben actuar con razonable cuidado y prudencia. Respecto de este deber existe asimismo el estándar de la decisión de negocios (*business judgement*), de acuerdo al cual, los administradores no son responsables por los daños a la sociedad si actuaron de manera informada, de buena fe, honesta y desinteresadamente.

De acuerdo a dichos estándares, el sistema jurídico en EE.UU. es más exigente en los casos de dolo y conflictos de intereses, y menos en los casos de negligencia. Esto porque lo que intentan las cortes es llegar a la solución que las partes hubieran llegado si hubiesen podido prever la situación determinada en la que se presentó el conflicto. Por ello, siendo más probable que el juez suplante acertadamente al inversionista en situaciones de dolo o conflicto de intereses, son las partes las que reciben mayor escrutinio del sistema judicial. En situaciones en las que se discute respecto del actuar diligente de un administrador, en cambio, es más difícil de prever lo que las partes hubiesen pactado *ex ante*, momento en el cual generalmente existe carencia de información suficiente respecto de los posibles resultados de un accionar determinado. El margen de error de los jueces es sumamente amplio. Por ello, los jueces no cuestionan, cumplidos los requisitos señalados de encontrarse los administradores informados, contar con buena fe y actuar honesta y desinteresadamente, las decisiones de negocios de éstos. Actuar del modo contrario implicaría generar en los administradores un incentivo para adoptar una actitud excesivamente cautelosa, por el temor de incurrir en responsabilidad, lo que probablemente evitaría la maximización del uso de los recursos de la sociedad.

De este modo, el motor en la gran generalidad de actos que no se encuentran regulados por convenio entre las partes o por la legislación, es el cumplimiento de los estándares jurídicos antes indicados. Éste es un sistema que resulta superior en nuestro parecer a aquél que establece limitaciones al actuar de los administradores por el temor a que se cometan abusos. Este último sistema puede llegar a impedir la realización de actos que resulten más beneficiosos para todas las partes beneficiadas. En un sistema con estándares jurídicos desarrollados, en cambio, son los administradores, quienes conocen mejor lo que es conveniente para los intereses de las partes a las que deben deberes fiduciarios (no el legislador), dentro de un marco de acción más flexible, quienes adoptan las

decisiones que resultan más eficientes. Dichos deberes impiden, a su vez, que se adopten decisiones perjudiciales para las diferentes partes interesadas.

No puede dejar de mencionarse, asimismo, que a los accionistas mayoritarios también se les impone un deber fiduciario de lealtad y de buena fe para con la sociedad y los accionistas carentes de control.

Trayendo esta discusión a nuestra LGS, podemos señalar que, en líneas generales, ella cumple con esbozar dichos deberes y limitaciones de responsabilidad con respecto a los administradores en su artículo 171, donde señala que los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y representante leal, en el artículo 172, segundo párrafo, donde se establece que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron, y en el artículo 180, donde se regulan las situaciones de conflicto de interés. En cuanto a la responsabilidad de los directores, los artículos 177 y 178 establecen que la responsabilidad de los directores se genera en caso de actos contrarios a la ley o el estatuto, o los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.

Para el caso de los gerentes la LGS no impone de manera directa los mismos deberes, mas sí establece que son responsables en los mismos supuestos que los directores (actos contrarios a la ley o el estatuto, o los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave).

Un primer comentario es que consideramos que la LGS pudo haber legislado con mayor detalle el contenido de los deberes de los administradores, con la finalidad de otorgarles una "mayor importancia" a los mismos dentro del ámbito de la vida de la sociedad. Esto es importante, en la medida que nuestra jurisprudencia no cumple, como ocurre en los EE.UU., con otorgar guías respecto del contenido de dichos deberes. Debe reconocerse, sin embargo, que en este aspecto no es mucho lo que una ley puede hacer, por lo que, teniendo en cuenta nuestra realidad, consideramos que sería útil el desarrollo de estándares de conducta que sirvan de guía a los jueces respecto del contenido de dichos deberes, y otorguen una mayor seguridad jurídica a los proveedores de recursos carentes de control. De esta manera se podrían flexibilizar aquellas normas imperativas que pueden resultar ineficientes en muchos supuestos de la realidad. Un mecanismo útil en ese sentido podría ser la

constitución de unos principios de buen gobierno de las sociedades. Una solución de fondo, pero cuya problemática escapa al presente trabajo, sería efectuar los cambios necesarios a fin de poder contar con un poder judicial capacitado y eficiente. Una alternativa podría consistir en que una entidad administrativa independiente y capacitada asuma parte del rol que compete hoy al poder judicial.

Un segundo comentario consiste en que la LGS pudo haberse pronunciado respecto de los deberes de lealtad y actuar con justicia y buena fe de los inversionistas que tienen el control de la sociedad, respecto de aquellos que no lo tienen. Esto resulta de particular importancia tomando en cuenta la realidad de la estructura de control de las sociedades en nuestro país, en muchas de las cuales se presenta una fuerte interrelación entre el control accionario y la administración de la sociedad, de lo que se deriva que los administradores, en muchos casos tengan una fuerte relación de dependencia respecto de los grupos de control que podría evitar en la práctica el cumplimiento de sus deberes hacia la sociedad y la totalidad de los accionistas, favoreciendo a los grupos de control, por el riesgo de perder su puesto de trabajo.

e.6) Los mecanismos que otorga el sistema jurídico para hacer valer los derechos de los inversionistas y los deberes de los administradores

Otro de los mecanismos que contribuyen a alinear los intereses de los inversionistas carentes de control, con los de los agentes son las posibilidades que les otorga el sistema jurídico para la efectiva defensa de sus derechos, así como para hacer cumplir los deberes de los agentes. Este tema fue abordado en gran medida en el punto anterior. Queremos referirnos, sin embargo, a la posibilidad real que tienen dichos inversionistas de iniciar y llevar acciones judiciales para hacer valer los referidos derechos y deberes. Y sobre este punto debemos hacer mención al problema que implica los costos del proceso judicial y, nuevamente, del problema para adoptar una acción colectiva.

Una forma útil en que un inversionista puede accionar en defensa de sus intereses en los EE.UU. es la denominada "acción derivada" (*derivative action*), mediante la cual, en defecto de la sociedad, pero en nombre y beneficio de ésta, inicia una demanda judicial para hacer valer los derechos de la misma. En la medida que se trate de actos en los que intervino la sociedad, o el incumplimiento de los deberes de los

administradores hacia ésta, el juicio es más simple que en el caso que el inversionista demande de manera directa. Esta posibilidad de accionar en nombre y beneficio de la sociedad debería encontrarse disponible para cualquier inversionista. En retorno, el inversionista tendría el derecho a que se le reembolsen los gastos del proceso. En este caso el problema de acción colectiva existe en cierta medida¹¹, pero es reducida a través de la acción de los abogados de la parte demandante, quienes suelen asumir los costos del litigio a cambio del reembolso que se le efectúe en caso de salir vencedor, el cual incluye, obviamente, sus honorarios. De este modo, el costo y riesgo del proceso no es en realidad asumido por el inversionista sino por sus abogados, y a pesar que los honorarios de dichos abogados suelen ser elevados (lo cual suele compensar el riesgo de la pérdida de su inversión en el proceso), y que parte de los beneficios corresponderán a dichos abogados y no a los inversionistas, el mecanismo en sí suele resultar útil como mecanismo preventivo, en el sentido que se evita realizar actos cuestionables con el objeto de evitar verse incurso en un proceso.

Otro de los mecanismos que resultan útiles en el mismo sentido, es la denominada en EE.UU. "acción de clase" (*class action*), que rompe con el principio general que los efectos de un proceso sólo alcanzan a las partes que intervienen en éstos, y que permite solucionar el problema que surge en aquellos casos en que los daños son grandes con relación a un conjunto de personas, pero pequeños con relación a cada una de ellas consideradas individualmente (cada una de ellas tiene pocos incentivos para demandar). Asimismo permite solucionar el problema en que el número de personas afectadas es tan grande que resulta muy costoso lograr una acción colectiva. Dichos casos pueden resultar socialmente perjudiciales, puesto que los daños que infieren pueden exceder a sus beneficios. Mediante la acción de clase se puede lograr un efecto de desincentivo a realizar actividades socialmente dañinas en los casos como el descrito.

En la acción de clase, básicamente, quien demanda, que forma parte de la clase, lo hace en nombre y beneficio de ésta, convirtiéndose en su representante. Los que no deseen formar parte de la clase pueden solicitar su exclusión, y se adoptan mecanismos para que quien demande cumpla con requisitos de idoneidad, buena fe y carencia de conflicto de intereses. Los resultados del juicio favorecen o tienen efectos respecto de los miembros de la clase. En este caso,

¹¹ En realidad existe un problema de *free riding*.

nuevamente, el motor de estas acciones suele ser el abogado que representa a la parte demandante.

Fuera de los prejuicios que puedan existir respecto de la labor que el abogado pueda desempeñar, debe considerarse el importante efecto disuasivo que la posibilidad de entablarse demandas como las descritas puede tener sobre las personas que pretendan realizar acciones que perjudiquen a los inversionistas carentes de control. A esto debe sumarse asimismo, que estas acciones permiten a dichos inversionistas, en un caso concreto, hacer valer sus derechos de un modo que no se encontraría disponible de otro modo por los problemas de acción colectiva.

La necesidad de estos mecanismos podría verse atenuada en algunos casos por la participación de inversionistas con un monto invertido importante, pero vemos que dicha realidad puede no presentarse en la generalidad de los casos, al menos en nuestro país.

Pues bien, respecto de la acción que hemos denominado derivada, que es posible de acuerdo al esquema de la pretensión social de responsabilidad a que se refiere el artículo 181 de la LGS, es bastante limitada para los inversionistas que cuenten con acciones, por el alto porcentaje de acciones que se exige en cabeza de los demandantes (un tercio del capital social). No encontramos razones para establecer requisitos tan altos, que impiden en la práctica el ejercicio directo de la acción por parte de los accionistas carentes de control. Si lo que se busca es evitar litigios poco sustentados o de mala fe, bien se podría haber establecido un porcentaje mucho más bajo conjuntamente con mecanismos que desincentiven la verificación de los mismos (como penalidades u otros).

De otro lado, respecto de los inversionistas que cuenten con un derecho de crédito, el derecho a iniciar la acción judicial se encuentra, a nuestro parecer, también excesivamente limitado. Si el resultado de la acción derivada es el beneficio de la sociedad, el litigante asumirá los costos del proceso en caso de pérdida, y se establecen mecanismos que desincentiven el ejercicio de acciones de mala fe o escasamente sustentados, no encontramos mayores razones para establecer un mecanismo más flexible.

En el fondo de lo que se trata es de crear un mecanismo que supla la falta de mecanismos disuasivos que otorga nuestro sistema jurídico.

En cuanto a la acción de clase, éste es un tema no tratado en la legislación societaria (ver artículo 182 de

la LGS) ni procesal, y consideramos, por las razones expuestas que resulta conveniente su introducción.

e.7) Retribución de los administradores

Finalmente, un mecanismo interno de amplia utilización para reducir el problema de agencia, consiste en alinear los intereses del agente con los del proveedor de recursos, estableciendo un sistema de retribución que premie la consecución de resultados favorables para el proveedor de recursos. Una forma de lograr esto es hacerlo partícipe de una porción de los resultados de la sociedad. En tal medida el agente, al desarrollar su actividad de administrador de la sociedad, tenderá a maximizar la utilización de los recursos de ésta, para beneficiarse también con los resultados favorables que las actividades de la sociedad pueda producir.

Una modalidad de retribución consiste en entregarle bonos, u otros incentivos. Sin embargo una de las más populares, por su efectividad, es la entrega de acciones a los administradores, y una forma sumamente generalizada de entregarlas es a través de la entrega de opciones. Mediante la entrega de opciones se incentiva a que los administradores obtengan metas concretas en cuanto a la maximización de la utilización de los recursos de la sociedad. En efecto, mediante los planes de entrega de opciones a los administradores (incluso a los empleados), se otorga el derecho a adquirir (*call option*) un determinado número de acciones a un precio prefijado (precio de ejercicio) dentro de un plazo o en una fecha determinada. La ganancia en este caso para el tenedor de la opción es que el precio de la acción, dentro del período o en la fecha en que la opción puede ser ejercida, sea mayor que el precio de ejercicio. De este modo el agente se encuentra en la posibilidad de obtener una ganancia inmediata ejercitando la opción, adquiriendo la acción, y vendiéndola en el mercado.

Generalmente la entrega de acciones a los administradores se efectúa a partir de las que se posee en tesorería (las que adquirió sin amortizar). Esta es una más de las razones por las que resulta útil esta modalidad de colocación de acciones de propia emisión por la sociedad.

Procediendo a analizar la LGS, no vemos que exista mayor inconveniente para la creación de mecanismos de retribución que conlleven a alinear los intereses del agente con los de la sociedad. Por ejemplo, la LGS contempla mecanismos ágiles por los que la sociedad puede entregar acciones dentro de estos planes de incentivos.

No obstante, sí encontramos un inconveniente en el caso de que se pretenda la utilización de planes de incentivos a través de la entrega de opciones. La posibilidad de crear opciones para la adquisición de acciones se encuentra regulada en el artículo 103 de la LGS, el mismo que señala que el plazo máximo de la opción es de dos años. El problema no viene por el lado del plazo si no la enorme cantidad de votos que se requiere para aprobar la creación de las opciones: todos los accionistas deben aprobarlo de manera unánime.

Entendemos que la intención del legislador en este caso fue que, considerando que cuando se ejerza la opción y se entreguen las acciones, no se producirá un derecho de suscripción preferente, en virtud de lo dispuesto en el último párrafo del artículo 208 de la LGS, se proteja a los inversionistas contra la entrega de acciones a favor de determinados grupos de accionistas, aplicando la misma regla que el caso de renuncia al derecho de suscripción preferente.

Consideramos que la norma es excesiva y poco coherente dentro de la estructura de la LGS. En efecto, mediante el voto unánime se dificulta tremendamente la utilización de una herramienta de suma utilidad en la creación de incentivos para que los administradores maximicen la utilización de los recursos de la sociedad y beneficien con ello a todos sus accionistas. Adicionalmente, ni siquiera se sigue la misma regla que se utiliza para el caso de las excepciones al derecho de suscripción preferente en el artículo 259 para el caso de sociedades anónimas abiertas. Consideramos que la legislación, al menos para ser coherente consigo misma, debería aplicar, para la creación de opciones, la misma regla que se establece en el referido artículo 259, el mismo que comentamos líneas arriba.

Una pregunta que surge dentro de esta discusión es si cabe señalar que el derecho de suscripción preferente se genera cuando una sociedad pretende recolocar las acciones de propia emisión que readquirió en el mercado en virtud de la facultad que le otorga el artículo 104 de la LGS. Respecto de este asunto se podrían señalar dos cosas, que desde el punto de vista formal no operaría, ya que cuando la sociedad coloca las acciones en un tercero, éste no las suscribe (no son nuevas), sino que las adquiere. No existe un acto formal de suscripción en el sentido de la LGS, en tal medida, al menos desde el punto de vista formal, no operaría el referido derecho. Alguien podría apoyar esta posición señalando que el derecho de suscripción preferente ya fue ejercido cuando la acción fue emitida.

Otro punto de vista es que en realidad el régimen que se establece para las acciones en tesorería (las readquiridas) no debería ser diferente al de aquél de las acciones autorizadas (las creadas pero no emitidas), ya que para todo efecto práctico ambas son equivalentes: en realidad no existen desde el punto de vista de los derechos que otorgan. Adicionalmente, lo que se quiere evitar con el derecho de suscripción preferente en el caso de las acciones autorizadas (o en cartera, como las denomina la ley), es que se favorezca a determinados grupos de control, otorgándoles una mayor participación, también se puede lograr a través de la entrega de acciones en tesorería. Pareciera que la LGS tímidamente esbozó esta tesis, ya que en el artículo 104 establece que en ciertos casos las acciones readquiridas se mantienen "en cartera" (denominación similar a la utilizada con respecto a las acciones creadas mas no emitidas).

Nuestra posición es que desde el punto de vista financiero y lógico tiene mayor sustento la segunda opinión, y desde el punto de vista legal, el argumento más fuerte se encuentra en la primera posición.

Asumiendo que la primera posición fuese la aceptada, se exigiría el voto unánime de los accionistas para crear opciones para adquirir acciones, aun cuando respecto de las mismas no opere el derecho de suscripción preferente. Esto simplemente carecería de lógica.

e.8 La amenaza de la toma de control

En cuanto a los mecanismos externos para reducir el problema de agencia, la literatura financiera y legal apunta con gran fuerza al mercado por el control de sociedades.

La teoría consiste en que, con la finalidad de evitar la amenaza de que surja un tercero que pretenda adquirir el control de la sociedad a través de la compra de sus acciones, la administración contará con el incentivo constante de maximizar la utilización de los recursos de la sociedad para maximizar asimismo el valor de la empresa, el cual se refleja en el precio de las acciones. De no actuar de dicho modo, las acciones de la empresa decaerán y un tercero, que considere que puede utilizar mejor los recursos de la sociedad, verá en la adquisición de la misma una oportunidad de negocios, adquiriendo la sociedad al bajo costo que tiene en el mercado, cambiando a los administradores y repotenciando la utilización de sus recursos. Las acciones subirán de precio y el adquirente incrementará su patrimonio. A menor precio relativo de las acciones (por una utilización ineficiente de los

recursos de la sociedad), mayores posibilidades que aparezca un tercero que pretenda tomar el control.

Existen, sin embargo, ciertos estudios que apuntarían a señalar que tales afirmaciones teóricas tienen también una evidencia empírica, y que el mercado de tomas de control es un mecanismo de mercado y, por ende, más eficiente que el sistema jurídico y la acción del poder judicial, en generar incentivos para que los administradores hagan un uso eficiente de los recursos de la sociedad.

Sin embargo, pueden existir factores que reduzcan o impidan estas operaciones de tomas de control. Entre ellas podemos mencionar los costos elevados y las tácticas defensivas de la administración.

Dentro de los primeros encontramos los costos de información y los costos en que debe incurrirse al adoptar los pasos necesarios para adquirir el control.

Los costos de información están básicamente conformados por los costos de acceso, procesamiento y verificación de la información, información que es necesaria con la finalidad de obtener una determinación del valor estimado de la empresa y así poder concluir si se trata o no de un buen negocio adquirirla. Los otros costos están constituidos por los costos de abogados, agentes, entre otros, en que deba incurrirse para la realización de las acciones conducente a la efectiva toma de control.

Entre estos últimos costos se encuentran aquellos que impone la regulación, como aquellas que regulan las tomas de control. Estas normas tienden a establecer requisitos, como seguir determinados procedimientos, revelar información, o incluso obligar a que la prima de control se reparta entre todos los accionistas, que incrementan los costos de transacción.

En estos casos, se trata de proteger a los inversionistas ante situaciones de tomas de control. Determinados estudios han demostrado, sin embargo, que el efecto de la entrada en vigencia de dichas normas es negativo en relación con el precio de las acciones de las sociedades a las que afecta, de lo que podría deducirse que el mercado percibe un incremento de riesgo de divorcio entre los intereses de administradores e inversionistas, cuando los costos que imponen dichas normas hacen menos probable la exposición de la sociedad al mercado de tomas de control.

Si los gastos son elevados, pueden llegar a hacer la operación inviable, pese a que sería lo socialmente deseable, puesto que se realizará una más eficiente

administración de los recursos de la sociedad, incrementándose su valor.

Entre las tácticas defensivas de la administración ante una toma de control, que ciertamente imponen también sus propios costos, se encuentra el promover cambios en la organización de la sociedad con la finalidad que sea más difícil obtener el control de la misma pese a que se logre la adquisición de acciones pretendida, persuadir a los accionistas para que no vendan sus acciones, iniciar procesos judiciales contra los pretendidos adquirentes, intentar fusionar la sociedad con otra, adquirir sus propias acciones, o utilizar los recursos sociales con la intención de retardar la toma de control. Estas tácticas suelen ser usadas para impedir la toma de control, o para retardarla y así esperar que cambios en las condiciones del mercado hagan que la operación no sea viable por falta de financiamiento para la toma de control. En este caso la administración actúa para defender su puesto de trabajo y se presenta una situación de conflicto de intereses. En otros casos, la sociedad busca dilatar el proceso de toma de control con el objeto de que terceros oferentes puedan hacer su aparición, y así los accionistas obtengan un mayor valor por sus acciones.

El tema de las defensas tácticas puede presentar grandes complejidades. Baste decir que en líneas generales, en la legislación en EE.UU., ante una eventual toma de control, la administración tiene el deber de actuar en beneficio de la sociedad, ello se encuentra dentro de sus deberes fiduciarios. Sin embargo, en el evento en que la sociedad sea objeto de una disputa por el control de la misma, por parte de diversos oferentes, el deber de la administración es que los accionistas obtengan el mayor valor por sus acciones.

Existen diversas teorías respecto a lo que impulsa a los oferentes a tomar control de las sociedades, una de ellas es la que hemos esbozado, relacionada a la obtención de una ganancia a través de un cambio en la administración de los recursos de la sociedad y un uso más eficiente de los mismos, con la finalidad de incrementar el valor de la empresa. En tales casos la prima de control que están dispuestos a pagar los oferentes tiene como límite el valor que asumen los oferentes que correspondería a las compañías, de ser administradas eficientemente. Otras explicaciones, sin embargo, establecen que dicho origen puede encontrarse en la posibilidad de "expropiar" el valor de la compañía de otros agentes que tienen intereses sobre la misma, entre los que se encuentran los accionistas carentes de control, los propios emplea-

dos de la empresa o sus acreedores. Otras explican este mayor valor a partir de ganancias, a partir de una reducción de la competencia de otros agentes en su mercado. Otras explicaciones se encontrarían en la búsqueda de eficiencias mediante integración horizontal o vertical a través incluso de procesos posteriores de fusiones y reorganizaciones. Otras teorías explican las tomas de control con la finalidad de evitar el riesgo de sufrir perjuicios a partir de la acción de sus proveedores (adquiriendo precisamente a dichos proveedores). Otras explican las tomas de control como la búsqueda de alcanzar un objetivo tributario.

Sin restar importancia a las diferentes teorías existentes, las que consideramos se aplican cada una de mejor manera en unos casos que en otros, nos interesa, por la relación con el presente trabajo, aquella que explica el *plus* que está dispuesto a pagar el oferente sobre el valor de mercado, en la posibilidad de expropiar el valor de la compañía a los inversionistas carentes de control. Esta expropiación se daría principalmente a través de la obtención de beneficios de la sociedad a partir del poder obtenido al asumir el control de la empresa. Dichos beneficios se obtendrían únicamente en favor del accionista de control y se darían en situaciones como contratos más favorables, retribuciones excesivas, etc.

Esta teoría, en principio, estará contradicha por el hecho que, de darse tal supuesto, disminuiría el valor de las acciones de la sociedad en el mercado, y un tercero llegaría para tomar control de la empresa. En el caso que el mayoritario tenga una tenencia superior al 50%, sin embargo, este supuesto no sería posible. De otro lado, los costos de tomas de control podrían hacer que dicho mercado de tomas de control no exista en realidad. En tales circunstancias, el sistema jurídico debería servir para alinear el comportamiento del controlador y los administradores con el del resto de accionistas. Sin embargo, en el caso de realidades con sistemas jurídicos que no otorgan herramientas adecuadas a los inversionistas para hacer valer sus derechos, y los deberes del accionista mayoritario y de los administradores, este riesgo de expropiación no deja de ser una amenaza real.

La conclusión a la que llegamos es que, sin querer señalar que la prima de control responda a una necesaria intención de expropiar a los accionistas no controladores, pueden existir ocasiones en que dicha intención se encuentre presente y el peligro de expropiación pueda producirse.

La respuesta de muchos sistemas jurídicos, como el nuestro, ante tal peligro y en defensa de su mercado de

valores, es establecer la obligación de repartir la prima de control que pretenda pagar el oferente entre todos los accionistas. De este modo, estos tienen derecho a participar de esa compensación por el riesgo de luego ser expropiados por el nuevo controlador, y si la oferta es por el total de las acciones, tienen la opción de salir de la sociedad.

Esto, sin embargo, impone muchas ineficiencias, a nuestro entender, y puede llegar a perjudicar a quienes realmente quiere proteger: los inversionistas.

Uno de los inconvenientes de dicho sistema es que incrementa los costos de tomas de control en la medida que impone una serie de costos a partir de los requisitos y procedimientos que deben seguirse. Uno de los costos más significativos es la necesidad de invertir una mayor cantidad de recursos para lograr la toma de control, incluso más que el que se desea invertir en la sociedad, y esto se deriva del hecho de tener que comprar las acciones no sólo del controlador, sino las de los demás accionistas. En la mayoría de casos, el controlador no estará dispuesto a pasar a ser un minoritario, sin control de los asuntos de la sociedad, y exigirá que se le compren todas sus acciones.

Esto tiene grandes efectos negativos en la medida que impide o dificulta el desarrollo del mercado de control al que hacíamos referencia, y elimina el poderoso incentivo en los administradores, de hacer un uso eficiente de los recursos de la sociedad. Incentivo que puede no encontrarse en otros mecanismos y que podría llevar a una peor situación para los inversionistas.

Otro inconveniente de este sistema es el costo social que impone. El control, en dichas operaciones, de que lo que se pague en la oferta de adquisición incluya efectivamente la prima de control es complicado. Las formas de transferir la prima de control al accionista controlador son innumerables, y la posibilidad de detectarla puede llegar a ser bastante pequeña. Grandes recursos pueden tener que ser invertidos, tanto por el Estado a través del organismo regulador, como por los privados para intentar detectar, corroborar y probar tal situación. El resultado final puede llegar a ser que esto no se detecte en una gran cantidad de supuestos, por lo que el resultado puede ser finalmente negativo desde el punto de vista social, con el agravante de la posibilidad que, finalmente, no se logre el efecto perseguido por la norma.

De otro lado, en lo que respecta al desarrollo de un mercado de valores, instrumento fundamental de

financiamiento e inversión en la economía, el efecto de una norma que obliga a efectuar una oferta de adquisición a la universalidad de accionistas de la sociedad, puede tener un efecto no deseado en realidades como la nuestra, de escasez de alternativas de inversión a través del mercado de valores. Esto se produce por el efecto de que una vez concluida la oferta de adquisición, el resultado es una concentración del accionariado en manos del nuevo controlador, eliminando la circulación de las acciones en el mercado o reduciéndola considerablemente.

El efecto de una norma de ese tipo, como hemos visto, puede llegar a ser en términos generales negativo.

No obstante, subsiste el riesgo de expropiación. Este riesgo puede tener efectos negativos que se extienden más allá de los supuestos en que se verifique, y es el incremento general del riesgo de invertir en el mercado de valores, lo que puede tener el efecto de reducir la participación de los inversionistas en el mismo¹³. Una solución que se podría estudiar es la de establecer un mecanismo que funcione del mismo modo que el derecho de retiro ante cambios fundamentales en la sociedad. Este derecho de retiro podría instrumentarse a través del mercado de valores a partir de una oferta de compra. Asimismo, este derecho se ejercería dentro de un determinado plazo. En tal medida, dentro de condiciones de transparencia, los inversionistas decidirán si se mantienen en la sociedad por considerar que la misma tiene mejores prospectos con el nuevo controlador, o retirarse, de considerar que existe el riesgo de ser expropiados. La adquisición del control se realizaría de la forma más económica, directamente del accionista mayoritario, como sucede, por ejemplo, en mercados como el de los EE.UU., y se podrían alcanzar las eficiencias en la reducción del costo de agencia antes señalado.

Debe señalarse en este último punto, que puede considerarse también que el paquete accionario del controlador tiene un mayor valor, por otorgar a su tenedor la posibilidad de reducir el riesgo de su inversión en virtud a las facultades de control que puede ejercer. En tal medida, la "prima" que se le paga por sus acciones no es tal, sino refleja el valor real de lo que se adquiere, lo cual debería ir al propietario de las acciones (el accionista controlador).

Pasando al análisis de nuestra legislación, en cuanto a la posibilidad que se establezcan medidas defensi-

vas, debemos señalar que las mismas se enmarcan en el contexto de los deberes fiduciarios que deben corresponder a los administradores y accionistas de control, de manera que se vele por el interés de la sociedad y en última instancia, de todos los inversionistas. En tal medida, nos remitimos a lo señalado respecto a la forma en que dichos deberes fiduciarios se encuentran regulados en nuestro sistema jurídico y a las medidas que se podrían adoptar.

En cuanto a la normativa relativa a las tomas de control y a la necesidad de realizar una oferta de adquisición a todos los accionistas, como mecanismo para la repartición de la prima de control, debemos hacer referencia a la legislación y regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), y señalar que, a nuestro parecer, el esquema que introduce dicha normativa adolece de los inconvenientes que hemos señalado. Al punto que de acuerdo a las últimas modificaciones a nivel de ley se hace notar una tendencia a la flexibilización de sus términos, debido a lo complicado que puede resultar su aplicación a realidades diversas, y a su vez un endurecimiento, en cuanto otorga mayores castigos para los infractores. Esto último refleja, en nuestra opinión, la dificultad en la detección de los casos de infracción, lo que hace que se reduzca el beneficio esperado del infractor a través de la elevación de los perjuicios que se le impondrán en caso se le detecte.

III. CONCLUSIONES

- La Ley General de Sociedades vigente constituye un avance en relación con la legislación de sociedades anterior, en cuanto permite a las partes la posibilidad de realizar una mayor gama de operaciones con el objeto de maximizar su beneficio.
- No obstante, existen diversos aspectos que pueden mejorarse con la finalidad de que la Ley General de Sociedades sirva de manera más eficiente como instrumento para la aplicación de recursos al desarrollo de proyectos que incrementen la riqueza social.
- Entre dichos aspectos se encuentra el referido a hacer más eficiente los mecanismos de utilización de instrumentos financieros con el objeto de captación de recursos.

¹³ Este riesgo de expropiación, sumado al alto costo de información que deben asumir los inversionistas individualmente considerados, puede llegar a explicar la escasa participación de las personas en dicho mercado.

- En el caso de la emisión de acciones, consideramos que el marco legal conformado por la Ley General de Sociedades, la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Títulos Valores debería unificarse y simplificarse. Algunos conceptos vinculados con la emisión de acciones y la recompra de acciones para su posterior colocación deberían establecerse de manera más clara. Asimismo, los límites que se establezcan deberían ser flexibles y permitir a las partes pactar por encima de ellos en la medida de lo posible.
 - El mismo comentario respecto a la necesidad de unificar el marco legislativo debe hacerse en relación con el derecho de suscripción preferente. Asimismo, debería poder ampliarse la posibilidad de que una sociedad, dentro de mecanismos que eviten que se favorezca a determinadas personas, pueda prescindir de la necesidad de seguir con los procedimientos que dicho derecho implica, con la finalidad de reducir costos en la captación de financiamiento a través de la emisión de acciones, y para estar en la posibilidad de aprovechar en mejor medida las oportunidades que el mercado pueda presentar en un momento determinado.
 - En lo que respecta a la emisión de obligaciones, debemos hacer los mismos comentarios respecto a la necesidad de unificación del marco legal. De otro lado, existen disposiciones como las relativas al órgano que aprueba la emisión, los límites de ésta o las consecuencias en caso de incumplimiento, que deberían flexibilizarse, por carecer de un sentido financiero.
 - Un tema de suma importancia es la necesidad de dar una respuesta global al problema de agencia para las personas que aportan recursos a las sociedades bajo diversas modalidades. Debería implementarse mecanismos que permitan alinear los intereses de los administradores con los de los proveedores de recursos carentes de control. De este modo se incentivará la participación de los inversionistas en las sociedades y mayores recursos podrán ser destinados al desarrollo de proyectos.
 - Entre los mecanismos más importantes para reducir el problema de agencia se encuentra institucionalizar los deberes de los administradores y de los accionistas de control hacia la sociedad y los inversionistas que carecen de control. Esto permitirá asimismo que a partir de estándares jurídicos debidamente conceptualizados y exigibles ante el poder judicial, sea la propia administración de la sociedad la que determine en la medida de lo posible lo que resulta conveniente para maximizar los diferentes intereses en juego, evitando incurrir en restricciones legales que pueden resultar ineficientes en muchos casos.
 - De igual manera, deberían implementarse mecanismos legales para facilitar el problema de acción colectiva de los inversionistas, de manera que estén en la posibilidad real de iniciar las acciones legales que resulten necesarias para la defensa de sus intereses. La existencia de estos mecanismos servirá como elemento disuasivo en el caso que los administradores se encuentren en la posibilidad de actuar en contra de los intereses de los inversionistas carentes de control. Se propone estudiar la flexibilización de requisitos para la acción social de responsabilidad directa y la introducción de la denominada "acción de clase".
 - De otro lado, se propone la flexibilización de los requisitos para la emisión de opciones por las sociedades, con la finalidad principal que éstas puedan ser colocadas en los administradores. Constituye éste un poderoso mecanismo para alinear los intereses de los administradores con los de la sociedad, por lo que debería encontrarse disponible.
 - Finalmente, en cuanto a los mecanismos existentes para regular las tomas de control mediante la compra de acciones, se considera que el mecanismo actual de OPA puede resultar perjudicando a quien pretende beneficiar, además de constituir un mecanismo sumamente oneroso desde el punto de vista social. La existencia de un mercado de tomas de control, que incentive a los administradores a hacer un uso eficiente de los recursos de la sociedad, se ve limitada por los costos que impone la regulación de la OPA. En consecuencia, consideramos que el mecanismo que contempla actualmente la legislación resulta ineficiente.
- Para evitar la expropiación de los inversionistas carentes de control por parte del nuevo controlador, se propone implementar un mecanismo de retiro, mediante una oferta de compra, por ejemplo, de manera que los inversionistas carentes de control se encuentren en la posibilidad de quedarse en la empresa cuando consideren que las perspectivas de la misma bajo la nueva administración resulten favorables, o de retirarse en caso contrario.