



Análisis económico y financiero de los contratos entre UNACEM y SIA e IASA

Informe Final

mayo 2018



Índice

1	Objetivo y alcance	1
2	Antecedentes generales	2
2.1	Cementos Lima y UNACEM	2
2.2	Cemento Andino S.A.	3
3	Descripción del contrato de SIA	5
3.1	Contrato	5
3.2	Servicios de SIA.....	6
4	Descripción del contrato de IASA.....	8
4.1	Contrato de IASA	8
4.2	Servicios de IASA	9
5	Antecedentes internacionales	11
5.1	Referencias de contratos de servicios con controladores	11
5.2	Buenas prácticas de Gobierno Corporativo	14
6	Problema de Agencia.....	16
6.1	Antecedentes generales	16
6.2	Problema de Agencia en el caso UNACEM:.....	17
7	Valor de mercado de los servicios SIA.....	20
7.1	Introducción	20
7.2	Estudio de precios de transferencia de Deloitte	21
7.3	Estimación de precios de mercado.....	22
8	Valor de mercado de los servicios de IASA.....	25
8.1	Introducción	25
8.2	Estudio de precios de transferencia de Deloitte	25
8.3	Estimación de precios de mercado.....	25
9	Análisis.....	28
9.1	Efecto de los contratos sobre la distribución de fondos	28
9.2	Desempeño financiero de UNACEM.....	28
9.3	Incentivos.....	34
10	Conclusiones	35



ANEXOS	38
Anexo Nº 1: Cláusula Duodécima de la escritura de constitución de Cementos Lima S.A.	39
Anexo Nº 2: Información entregada por Sindicato de Inversiones y Administración S.A. sobre la ejecución del contrato de servicios de gerencia	42
Anexo Nº 3: Información entregada por Inversiones Andino S.A. sobre la ejecución del contrato de servicios de administración y asesoría financiera	43
ANEXO Nº 4: Reseña sobre los derechos de los socios minoritarios en las sociedades anónimas ..	44
1 Gobiernos Corporativos.....	44
1.1 Actores (<i>stakeholders</i>) y sus intereses.....	44
1.2 Escuela Contractualista y Escuela Institucionalista	45
2 Principios de Gobiernos Corporativos.....	47
2.1 Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo.	48
2.2 Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave... ..	49
2.3 Inversionistas institucionales, mercados de valores y otros intermediarios	53
2.4 El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo.....	53
2.5 Divulgación de información y transparencia.....	54
2.6 Las responsabilidades del consejo de administración.....	56
3 Derechos de los accionistas minoritarios en diferentes países	59
3.1 Chile	59
3.1.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	59
3.1.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Chile, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	59
3.2 España.....	61
3.2.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	61
3.2.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en España, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	61
3.3 Alemania	67
3.3.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	67
3.3.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Alemania, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	68
3.4 Inglaterra y Gales.....	70
3.4.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	70
3.4.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Inglaterra y Gales, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	70



3.5	Estados Unidos	73
3.5.1	Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	73
3.5.2	Derechos clave de los accionistas minoritarios en Estados Unidos, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	75
3.6	Australia	77
3.6.1	Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla	77
3.6.2	Derechos clave de los accionistas minoritarios en Australia, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.	78
Anexo N° 5: Mirada estratégica a los contratos con IASA y SIA		82
Anexo N° 6: Mapa de los directores de SIA e IASA.....		85



Análisis económico y financiero de los contratos entre UNACEM y SIA e IASA

1 Objetivo y alcance

El objetivo de la consultoría es la realización de un análisis económico y financiero de los servicios de gestión que las empresas Sindicato de Inversiones y Administración S.A. (SIA) e Inversiones Andino S.A. (IASA) prestan a Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM), y determinar el valor de mercado para dichos servicios.

Actualmente SIA tiene 43,38% de las acciones de UNACEM y IASA 24,29%, y ambas son controladas por Inversiones JRPR S.A.¹, quien a través de ellas ejerce el control de UNACEM, con 67,58% de las acciones.

El alcance del estudio se limita a los efectos económicos, financieros y organizacionales que tienen los contratos para UNACEM y sus accionistas. En particular, el análisis no pretende abordar los aspectos legales y normativos de los contratos, por estar fuera del ámbito de especialización de estos consultores

El desarrollo del análisis abarca los siguientes puntos:

- Antecedentes generales sobre la historia de UNACEM y los contratos.
- Descripción de los contratos de SIA e IASA y de la forma en que operan, se controlan y remuneran.
- Referencias internacionales de contratos de gestión y de mejores prácticas en gobierno corporativo respecto de precios de transferencia entre partes relacionadas y derechos de minoritarios.
- Problemas de agencia en empresas.
- Análisis económico de los contratos, incluyendo valor de mercado, efecto de los contratos sobre la distribución de fondos, utilidades y plusvalía, Incentivos que generan y desempeño financiero de UNACEM.
- Conclusiones.

¹ Inversiones JRPR S.A. tiene 61,074% de las acciones de Nuevas Inversiones S.A. que a su vez, tiene 58,909% de las acciones de SIA. La participación de Inversiones JRPR S.A. en IASA es de 54,642%.



2 Antecedentes generales

2.1 Cementos Lima y UNACEM

En julio de 1916 se formó la Compañía Peruana de Cemento Portland S.A. (CPCP), pionera en la industria cementera del país. La primera planta de CPCP entró en operaciones en 1924, con caliza de las canteras de Atocongo, al sur de Lima.

La empresa se desarrolló incorporando nuevos hornos y molinos para ampliar su capacidad, pero sin aprovechar mayormente las economías de escala y con una creciente obsolescencia técnica de procesos.

Ante la pérdida de competitividad, CPCP llegó a un acuerdo con los socios de SIA para formar una nueva empresa a partir de las canteras y terrenos de CPCP, pero con procesos productivos totalmente renovados, con la última tecnología de la época. Este acuerdo se formalizó en un convenio firmado el 21 de julio de 1965. Previamente se había constituido SIA, en abril del mismo año

Poco más de dos años después, en cumplimiento del Convenio se constituyó Cementos Lima S.A. (CL), mediante escritura del 28 de diciembre de 1967. En dicho acto CPCP traspasó activos y pasivos por US\$ 4 millones a CL, y SIA comprometió aportes de otros US\$ 4 millones en efectivo (incluyendo US\$ 100 mil aportados por el Vicepresidente ejecutivo de SIA), a ser enterados dentro de un plazo de hasta un año y dos meses.

En ese momento el valor bursátil de CPCP era de US\$ 5,31 millones, por lo cual la nueva empresa se comprometió a pagarle a sus accionistas la diferencia de US\$ 1,31 millones.

La escritura de constitución de CL estipuló que SIA se haría cargo de la Gerencia General, ingeniería, técnica, comercial y administrativa de la empresa, por un plazo de 12 años, renovable por períodos de 5 años, con la facultad de contratar el equipamiento para una renovación completa de la planta. Este es el origen de lo que después se ha conocido como el “contrato de SIA”.

En febrero de 1974 CL fue confiscada por el gobierno militar del General Juan Velasco Alvarado

A comienzos de 1981 un nuevo gobierno devolvió el 51% de la empresa a sus dueños originales y pagó US\$ 1.930.000 en un plazo de 4 años (1981-1984) por el 49% que retuvo. Durante el período en que se mantuvo la empresa en poder del Estado, se realizaron pagos a algunos accionistas de la antigua CPCP por el valor de las acciones (pequeños accionistas) o como pago parcial de ellas (accionistas medianos y grandes). SIA no aceptó pago alguno por parte del Estado, con lo cual aumentó su participación relativa respecto de los accionistas que provenían de CPCP.

Al volver a control privado, se repuso la gestión de SIA en la Gerencia General, lo que fue impugnado ante los tribunales por parte del Estado a través de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE). El contrato de SIA obtuvo un fallo favorable en la Corte Suprema el 13 de febrero de 1985.



En 1994 el gobierno vendió en subasta internacional su 49% de las acciones, excepto un 10% que vendió al accionista principal al precio de la subasta. Con ello SIA alcanzó 60,43% del total de acciones.

A fines de 2000 la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), impugnó la validez del contrato entre SIA y CL para efectos tributarios, y cobró impuesto a la renta e IGV a CL por los pagos a SIA.

CL demandó a SUNAT ante tribunales, obteniendo una sentencia favorable en la Corte Suprema en enero de 2003.

En 2012 CL, que ya había cambiado su nombre a Unión Andina de Cementos (UNACEM) absorbió a Cemento Andino S.A..

Actualmente SIA tiene el 43,38% de las acciones de UNACEM.

2.2 Cemento Andino S.A.

El 21 de abril de 1952, se constituyó Perú Central S.A. con el objeto de desarrollar los proyectos de una planta de cemento en Condorcocha y de una central hidroeléctrica en Carpapata, ambas en la sierra al oriente de Lima. En 1955 se cambió el nombre a Cemento Andino S.A. (CASA).

En 1961 se acuerda ampliar la línea de horno 2 financiándola con un crédito de la International Finance Corporation (IFC).

En 1965 se acuerda ampliar la línea de horno 3 y capitalizar el crédito del IFC, que se queda con 16,66% de las acciones.

En marzo de 1974, CASA fue expropiada por el gobierno militar del General Juan Velasco Alvarado.

En septiembre de 1975, se forma la empresa Inversiones Andino S.A. (en adelante IASA) para hacerse cargo de los activos no básicos de CASA que fueron excluidos de la expropiación.

En febrero de 1980, el gobierno devolvió a IASA 42,8% de las acciones de la empresa, entregó 16,01% al IFC y compró 41,15% a través de COFIDE.

En junio de 1980, los accionistas de IASA demandan al Estado por pagar menos que el valor real de la empresa. La demanda es rechazada por la Corte Suprema en 1995.

En diciembre de 1981, CASA firma un contrato de asesoría gerencial y administrativa con IASA.

En marzo de 1983, CASA compra las acciones de IFC con lo que IASA queda con 612.000 acciones (51%) y el Estado con 588.000 (49%).

En noviembre de 1999, COFIDE inicia un juicio arbitral contra IASA sobre un acuerdo adoptado en la Junta de CASA que adecuó el Estatuto a la Ley General de Sociedades. En el mismo juicio arbitral, IASA reconvinó al Estado por el pago menor que el verdadero valor de las acciones. IASA ganó el



caso por el pago del Estado con sentencia de febrero de 2004². Al compensar el menor precio pagado por el Estado, IASA quedó con 76,80% de las acciones.

En agosto de 2007 el Estado vendió en subasta bursátil su 23,20% de las acciones, excepto un 10% que vendió a IASA al precio de la subasta. Con ello IASA alcanzó a 86,8% del total de acciones.

En el 2012 Cemento Andino S.A. fue absorbida por Cementos Lima, dando origen a Unión Andina de Cementos (UNACEM). El contrato de IASA se equiparó con el de SIA en cuanto a condiciones de pago.

Actualmente IASA tiene el 24,29% de las acciones de UNACEM.

² Inversiones Andino S.A.: Cronología de hechos importantes (1952-2012), 15 de Octubre, 2012



3 Descripción del contrato de SIA

3.1 Contrato

El contrato de SIA con CL corresponde a la cláusula Duodécima de la escritura de constitución de CL en 1967. Ver en Anexo una copia de la Cláusula que fue reformateada para facilitar la lectura.

La Cláusula establece que “La Gerencia General, ingeniería, técnica, comercial y administrativa de la Sociedad se encomienda al Sindicato de Inversiones y Administración Sociedad Anónima (SIA)”. Se le encarga expresamente agenciar el suministro y financiamiento de los equipos para renovar la antigua plante de CPCP.

La Cláusula entrega a SIA amplias facultades de administración, representación, organización, contratación y renovación de personal, etc. Como exigencias explícitas se establecieron informes mensuales para los aspectos administrativo, financiero y técnico, con fechas tope para la entrega.

La Cláusula dispone que “Cementos Lima Sociedad Anónima, reembolsará a SIA todos los gastos debidamente acreditados de personal y operación en que incurre en el desempeño de sus funciones”.

Adicionalmente, “...con (sic) retribución a los servicios de Gerencia General que SIA preste a Cementos Lima Sociedad Anónima, ésta se compromete a pagarle una participación del ocho por ciento de las utilidades líquidas antes de impuestos ...”.

Dicha retribución “...podrá elevarse hasta el diez por ciento cuando dichas utilidades pasen de cuarenta por ciento del capital social original de Cementos Lima Sociedad Anónima al cambio histórico.”

El cargo de gerenciamiento de SIA se estableció por 12 años, renovable en forma automática por 5 años. La confiscación de 1974 significó el corte del contrato a los 6 años de su inicio, la mitad de tiempo que contemplaba como mínimo la escritura de constitución de CL. En 1981 se reanudó el contrato de gerenciamiento con SIA, luego de la devolución de 51% de la empresa a sus dueños originales. Desde entonces ha seguido operando en forma ininterrumpida, acumulando un total de 43 años, que equivalen a los 12 años originales más 7 renovaciones de 5 años cada una. A contar de la última renovación automática en abril 2017, el contrato tiene vigencia hasta abril de 2022³.

Con la absorción de CASA por parte de CL dando origen a UNACEM, la base de cálculo de la retribución pasó a ser 72% de la “...utilidad líquida o comercial de UNACEM S.A., antes de los ajustes por aplicación de la Ley de Impuesto a la Renta, de la participación legal de los trabajadores en las utilidades y del honorario del directorio, ...”⁴.

³ Pablo Domínguez Estrada: Informe Económico sobre el Contrato de Gerencia con la empresa Sindicato de Inversiones y Administración S.A., BOC, 2017, pág. 3.

⁴ Carta de UNACEM a IASA informándole sobre el cambio de condiciones del contrato con CASA, producto de la absorción de ésta por UNACEM.



3.2 Servicios de SIA

SIA ejerce la gerencia general que le entrega el contrato con UNACEM (originalmente con CL) a través del Sr. Carlos Ugás, quien figura en la planilla de trabajadores de UNACEM, no de SIA. El hecho que UNACEM se haga cargo del pago de sus remuneraciones y de todos los gastos asociados no contradice el contrato con SIA, que prevé el reembolso de todos los gastos debidamente acreditados. Puesto que los pagos y gastos se realizan a nombre de UNACEM, la condición de acreditarlos se cumple implícitamente.

Respecto de los servicios de gerenciación que entrega SIA a UNACEM, aparte del ejercicio de la gerencia general a través del Sr. Ugás, se solicitó a UNACEM dos antecedentes:

- Una copia del documento que declare la conformidad de la empresa con los servicios recibidos como prerrequisito para cursar los pagos correspondientes.
- Copia de algún informe de desempeño de SIA, razonablemente de tipo anual, elaborado por UNACEM, con los objetivos, obligaciones y compromisos contractuales de SIA, y los principales indicadores de desempeño de los resultados efectivamente alcanzados, en lo posible para los últimos 5 años.

La empresa declaró que “no cuenta con la información requerida”.

Asimismo, se solicitó a SIA copia de algún Informe que describiera las actividades realizadas y los logros obtenidos en el desarrollo del contrato. UNACEM nos informó, de parte de SIA, que ésta no cuenta con dicha información.

Sí se preparan, por cuenta de SIA, informes mensuales al Directorio que describen la marcha de la empresa en los aspectos administrativos, financieros y técnicos, dando cumplimiento a lo dispuesto en las letras f), g), h) e i) del artículo Décimo de la Cláusula Duodécima de la escritura de constitución de Cementos Lima S.A.

La información entregada por UNACEM⁵ es que SIA cuenta con directores y consultores que participan en la ejecución de los servicios gerenciales a UNACEM. La empresa indica que la dotación sería de aproximadamente 14 personas, y entregó los curriculum vitae de 11 directores. En general todos los directores son profesionales, en su mayoría con postgrado. De acuerdo con los CV, tienen amplia experiencia, y todos participan en múltiples actividades con hasta 14 directorios o gerencias diferentes.

Cinco de los directores de SIA lo son también de UNACEM y 2 de ellos son a la vez directores de IASA. En particular, el presidente del Directorio de UNACEM lo es también de SIA y de IASA. Ver en Anexo Nº 6 un mapa de los directores de SIA e IASA.

⁵ Ver Anexo Nº 2.



UNACEM informó que los directores y consultores de SIA constituyen un “... cuerpo colegiado ... que en la ejecución de los servicios de gerencia participa en la elaboración de iniciativas, propuestas y estrategias para el crecimiento y optimización de la eficiencia y rentabilidad de UNACEM S.A.A.”

La forma en que participan en la ejecución de los servicios gerenciales es teniendo disponibilidad permanente durante horas laborales y sosteniendo “... reuniones con una frecuencia por lo menos semanal con las personas asignadas a la Gerencia General y demás gerencias de UNACEM, para el desarrollo de propuestas para la estrategia de crecimiento de UNACEM en el Perú y en la región, así como para la mejor administración de UNACEM en beneficio de sus accionistas”. No se lleva registro horario de las reuniones o dedicación en general, pero necesariamente debe ser parcial puesto que todos los directores o consultores desarrollan actividades adicionales e independientes a los servicios que prestan a SIA.

En 2017 la retribución anual global del conjunto de directores y consultores alcanzó a S/ 7.525 miles que equivale a US\$ 2,31 millones. Para una dotación de 14 personas, la remuneración promedio mensual sería de US\$ 13.731.

Respecto de la evaluación de desempeño, UNACEM informó que “...la medición del desempeño es permanente y en función al crecimiento patrimonial de UNACEM, a la disminución de su nivel de endeudamiento, al control de costos y gastos y a la rentabilidad o retorno para los accionistas de UNACEM. Esta medición corresponde a los accionistas de SIA.” No se contó con un documento escrito que evaluara el desempeño.

Los pagos de UNACEM a SIA por concepto de servicios de gerenciación alcanzaron a S/ 40.733 miles y S/ 49.985 miles en 2016 y 2017 respectivamente, equivalentes a US\$ 12,06 millones y US\$ 15,32 millones.



4 Descripción del contrato de IASA

4.1 Contrato de IASA

IASA se formó en 1975 para la gestión de los activos no cementeros de CASA, que habían sido excluidos de la expropiación de la empresa.

En diciembre de 1981, al año siguiente de la devolución por parte del Estado de un paquete controlador de CASA, ésta firma con IASA un contrato de asesoramiento administrativo y gerencial en los siguientes aspectos:

- Política económica
- Selección y contratación de personal de alto nivel
- Organización administrativa e interrelación entre los distintos niveles de personal
- Orientación y formalización de los planes de reinversión
- Política de ventas
- Imagen corporativa
- Política tributaria
- Intermediación con las distintas autoridades públicas y políticas

La remuneración por la asesoría sería equivalente a 2,5% de las utilidades netas de la empresa, antes de impuestos y apropiaciones. Se estipuló que IASA no tendría derecho alguno a exigir reembolso de gastos en que pudiera incurrir en el cumplimiento de sus obligaciones.

El contrato original fue por un plazo de 3 años, renovable en forma automática por 2 años.

En marzo de 1991, se firmó el Addendum I al contrato que modificó la forma de pago de los servicios, incorporando ajustes para los casos que la suma de los pagos mensuales difiriera de lo que correspondía al pago anual.

En septiembre de 2007, una vez que el gobierno hubo vendido sus acciones, se firmó el Addendum II que aumentó la remuneración por la asesoría a 4% de las utilidades netas.

En enero de 2008, se firmó el Addendum III que aumentó la remuneración por la asesoría a 8% de las utilidades netas.

En octubre de 2011, se firmó el Addendum IV que aumentó la remuneración por la asesoría a 10% de las utilidades netas.

En diciembre de 2012, UNACEM comunicó a IASA que con posterioridad a la absorción de CASA seguirá rigiendo el contrato con IASA con su tasa del 10%, pero la base de cálculo de la retribución pasará a ser 28% de la "...utilidad líquida o comercial de UNACEM S.A.A., antes de los ajustes por



aplicación de la Ley de Impuesto a la Renta, de la participación legal de los trabajadores en las utilidades y del honorario del directorio, ...”⁶.

4.2 Servicios de IASA

Para conocer las condiciones en que IASA presta los servicios de administración y asesoría financiera que entrega a UNACEM, se solicitó a ésta dos antecedentes:

- Una copia del documento que declare la conformidad de la empresa con los servicios recibidos como prerrequisito para cursar los pagos correspondientes.
- Copia de algún informe de desempeño de IASA elaborado por UNACEM, con los objetivos, obligaciones y compromisos contractuales de IASA, y los principales indicadores de desempeño de los resultados efectivamente alcanzados, en lo posible para los últimos 5 años.

La empresa declaró que “...no cuenta con la información requerida”.

Asimismo, se solicitó a IASA copia de algún Informe que describiera las actividades realizadas y los logros obtenidos en el desarrollo del contrato, en lo posible en una base anual, abarcando los últimos 5 años. UNACEM nos indicó que IASA no tiene la información requerida.

La información entregada por UNACEM⁷ es que IASA cuenta con directores que participan en la ejecución de los servicios gerenciales a UNACEM. La empresa indica que la dotación sería de aproximadamente 11 personas. En general todos los directores son profesionales, pero no todos con una especialización que sea pertinente para otorgar servicios de administración y asesoría financiera a una empresa cementera. De acuerdo con los CVs, algunos no tienen experiencia relevante en el sector. Todos los directores participan en múltiples actividades.

Tres de los directores de IASA lo son también de UNACEM y 2 de ellos son a la vez directores de SIA. Como antes se indicó, el presidente del Directorio de UNACEM lo es también de SIA y de IASA.

UNACEM informó que los directores de IASA constituyen un “... cuerpo colegiado ... que en la ejecución de los servicios de administración y asesoría financiera participa en la elaboración de iniciativas para optimizar los ingresos, controlar los costos y gastos, potenciar la administración más eficiente de los recursos y liquidez de UNACEM, así como asegurar las fuentes de financiamiento más eficientes para UNACEM.”

La forma en que participan en la ejecución de los servicios de administración y asesoría financiera es teniendo disponibilidad permanente durante horas laborales y sosteniendo “...reuniones periódicas con el Gerente General y los encargados en la gerencia de velar por los aspectos administrativos y financieros, para el desarrollo de propuestas para la mejor administración de UNACEM en beneficio de sus accionistas”. No se lleva registro horario de las reuniones o dedicación en general,

⁶ Carta de UNACEM a IASA informándole sobre el cambio de condiciones del contrato con CASA, producto de la absorción de ésta por parte de UNACEM.

⁷ Ver Anexo N° 3.



pero presumiblemente la dedicación es sólo parcial, porque todos los directores desarrollan actividades adicionales e independientes de los servicios que prestan a IASA

En 2017 la retribución anual global del conjunto de directores alcanzó a S/ 2.421 miles que equivale a US\$ 742 miles. Para una dotación de 11 personas, la remuneración promedio mensual sería de US\$ 4.418.

Respecto de la evaluación de desempeño, UNACEM informó que "...la medición del desempeño es permanente y en función a los índices obtenidos en UNACEM (ROE, ROA, solvencia, liquidez, etc.), así como a la reducción de costos y gastos y a la rentabilidad o retorno para los accionistas de UNACEM. Esta medición corresponde a los accionistas de IASA." No se contó con un documento escrito que evaluara el desempeño.

Los pagos de UNACEM a IASA por concepto de servicios de administración y asesoría financiera alcanzaron a S/ 15.840 miles y S/ 19.439 miles en 2016 y 2017 respectivamente, equivalentes a US\$ 4,69 millones y US\$ 5,96 millones.



5 Antecedentes internacionales

5.1 Referencias de contratos de servicios con controladores

Estos consultores no lograron identificar contratos de gerencia general ni de asesoría administrativa y financiera a nivel internacional que pudieran equipararse a los de SIA e IASA, ni dentro del sector cemento ni en otros sectores.

Esta falta de resultados asimilables confirma lo indicado por un estudio de Deloitte⁸ sobre precios de transferencia, en que sostiene que no es posible aplicar el Método del Precio Comparable No Controlado al precio de los servicios de SIA e IASA porque no se dispone de información de público conocimiento sobre precios de transacciones similares que hayan sido realizadas entre empresas independientes.

Sí se pudieron identificar una serie de empresas del sector cemento, en distintos países, que tienen contratos de servicio con una empresa controladora, típicamente una multinacional. Los contratos de servicios tienen la forma de contratos de uso de marcas, de asistencia técnica y de franquicia industrial, y son lo más cercano que se pudo encontrar a los contratos de UNACEM con SIA e IASA.

A continuación, se presenta un cuadro con pagos por derechos de marcas, asesorías y asistencia técnica o franquicias industriales a empresas controladoras para una muestra de empresas de cemento en distintos países, para los 2 años más recientes con información disponible. Los pagos se comparan con las ventas, las utilidades antes de impuestos y las utilidades después de impuestos. En todos los casos se consideraron estados financieros consolidados, que incluyen el resultado de subsidiarias. La utilidad después de impuestos es para los propietarios de la controladora, excluyendo la parte de los no controladores.

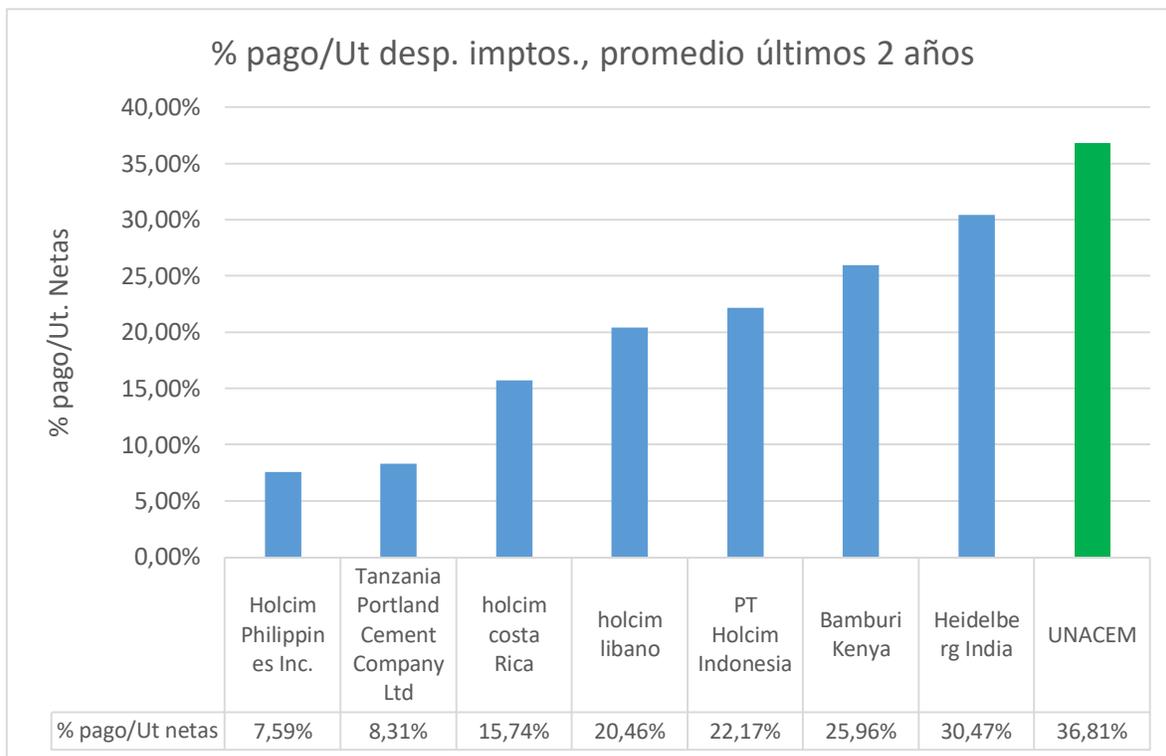
⁸ Deloitte & Touche S.R.L.: UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A., Estudio Técnico de Precios de Transferencia, Ejercicio Gravable 2015 Informe Final



empresa	grupo	año	moneda	Ingresos	utilidades antes de impuestos	Utilidad después de impuestos	Pagos por servicios marca, asesorías	% sobre ventas	% sobre utilidad antes de impuestos	% sobre utilidad después de impuestos
UNACEM		2017	S/ 000	3.538.836	449675	227.604	69.424	1,96%	15,4%	30,5%
UNACEM		2016	S/ 000	3.509.123	318252	114.707	56.573	1,61%	17,8%	49,3%
holcim libano	LafargeHolcim	2016	LL 000	246.543.642	95.294.331	74.199.241	10.561.804	4,28%	11,1%	14,2%
holcim libano	LafargeHolcim	2015	LL 000	228.011.224	37.119.901	26.075.231	9.956.079	4,37%	26,8%	38,2%
Holcim Philippines	LafargeHolcim	2016	000 pesos	40.335.808	9.626.945	6.845.856	600.616	1,49%	6,2%	8,8%
Holcim Philippines	LafargeHolcim	2015	000 pesos	37526055	10365685	8149568	537056	1,43%	5,2%	6,6%
Holcim Costa Rica	LafargeHolcim	2017	000 colones	113.305.941	42.944.234	29.997.752	4.140.680	3,65%	9,6%	13,8%
Holcim Costa Rica	LafargeHolcim	2016	000 colones	113.695.749	36.012.248	25.076.979	4.527.365	3,98%	12,6%	18,1%
PT Holcim Indonesia	LafargeHolcim	2013	Rp mns	9.686.262	1.336.548	952.113	379.175	3,91%	28,4%	39,8%
PT Holcim Indonesia	LafargeHolcim	2012	Rp mns	9.011.076	1.872.712	1.350.250	131.371	1,46%	7,0%	9,7%
Heidelberg India	Heidelberg	2017	Rs mns	17.412	1.136	762	170	0,98%	15,0%	22,3%
Heidelberg India	Heidelberg	2016	Rs mns	16.708	454	354	170	1,02%	37,5%	48,0%
Lafarge Malaysia Berhad	LafargeHolcim	2017	RM 000	2.248.833	-279.037	-213.585	21.065	0,94%	-7,5%	-9,9%
Lafarge Malaysia Berhad	LafargeHolcim	2016	RM 000	2.552.206	74.281	73.729	28.206	1,11%	38,0%	38,3%
Tanzania Portland Cement Company Limited	Heidelberg	2016	TZS 000	277.226.967	57.458.536	39.837.793	3.728.078	1,34%	6,5%	9,4%
Tanzania Portland Cement Company Limited	Heidelberg	2015	TZS 000	287.959.748	80.853.093	56.246.507	4.252.215	1,48%	5,3%	7,6%
Bamburi Kenya	LafargeHolcim	2016	Sns mns	88.034	8.271	5.890	1.499	1,70%	18,1%	25,4%
Bamburi Kenya	LafargeHolcim	2015	Sns mns	39.200	8.458	5.872	1.555	3,97%	18,4%	26,5%



Como promedio de los dos años más recientes, el porcentaje promedio ponderado de pago de servicios sobre utilidades después de impuestos del consolidado (incluyendo subsidiarias) es el siguiente:



El porcentaje promedio para la muestra es de 20,94%.

Es importante señalar que los pagos por servicios de UNACEM no incluyen la asesoría técnica que paga a ARPL Tecnología Industrial S.A., a diferencia de las restantes empresas, en que la asistencia técnica está incluida.



5.2 Buenas prácticas de Gobierno Corporativo

La tendencia internacional busca establecer principios de gobierno corporativo que sean transparentes en la entrega de información, eviten los conflictos de interés dentro de la empresa y protejan a los accionistas minoritarios, de forma que eviten crisis de confianza dentro de los mercados, la desvaloración de las empresas y atraigan inversionistas.

El documento Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 busca promover la evaluación y mejoramiento del marco normativo de los gobiernos corporativos para “favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible.”⁹ Ver Anexo N° 4 para una reseña detallada del documento.

Respecto de las relaciones entre accionistas mayoritarios y minoritarios y precios de transferencia para transacciones entre empresas relacionadas, destacan especialmente las recomendaciones planteadas en las letras F y G del capítulo II “Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave”¹⁰.

El punto F se titula: “Las operaciones con partes vinculadas se aprobarán y realizarán de forma que la gestión de los conflictos de intereses sea adecuada y se protejan los intereses de la empresa y sus accionistas.”

Algunos párrafos destacados son:

“... El abuso potencial que suponen las operaciones con partes vinculadas es una cuestión esencial para las políticas de todos los mercados, pero sobre todo en los que la propiedad de las sociedades está concentrada e imperan los grupos empresariales.”

“Una vez se hayan identificado estas operaciones, los países establecerán procedimientos para autorizarlas que minimicen sus posibles efectos negativos. En la mayoría de ellos, se concede gran importancia a la aprobación del Consejo de Administración, en la que a menudo desempeñan un papel destacado los miembros independientes, o a la exigencia de que el Consejo de Administración justifique el interés de la operación para la empresa. **Además, para determinadas operaciones, puede concederse un papel decisorio a los accionistas, salvo a los que sean parte interesada.**” (énfasis añadido)

“En los casos en los que alguien haya declarado la existencia de un interés sustancial, **se considera una buena práctica que no participe en ninguna decisión relativa a la operación o asunto en cuestión** y que la decisión del Consejo de Administración sea específicamente motivada contra la presencia de tales intereses y/o justifique la ventaja que supone la operación para la empresa, en particular, precisando sus condiciones.” (énfasis añadido)

⁹ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>. P.5

¹⁰ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.18.



El punto G se titula: “Los accionistas minoritarios gozarán de protección frente a actos abusivos directos o indirectos por parte de los accionistas mayoritarios o en su beneficio, y contarán con medios eficaces de reparación. Se prohibirán las operaciones de auto-contratación que sean abusivas.”¹¹

Algunos párrafos destacados son:

“En numerosas sociedades cotizadas existe un gran accionista mayoritario. Aunque su presencia pueda reducir el «problema de agencia» gracias a una supervisión más estrecha de los directivos, un marco legislativo y reglamentario laxo puede desembocar en abusos contra los demás accionistas de la empresa. Las operaciones de auto-contratación y de carácter abusivo tienen lugar cuando quienes mantienen relaciones próximas con la empresa, incluidos los accionistas mayoritarios, se aprovechan de ellas en perjuicio de la empresa y de sus inversores.”

“Existe especial riesgo de abuso cuando los sistemas jurídicos permiten y el mercado acepta que los accionistas mayoritarios ejerzan un grado de control que no se corresponde con el nivel de riesgo que asumen en calidad de titulares al aprovecharse de mecanismos jurídicos para separar la propiedad del control, tales como las estructuras piramidales o los derechos de voto múltiples. Este abuso puede adoptar diferentes formas, entre otras, la obtención de beneficios privados directos mediante elevadas retribuciones y primas a familiares o socios en plantilla, operaciones inadecuadas con partes vinculadas, un sesgo sistemático en las decisiones empresariales y cambios en la estructura del capital a través de una emisión especial de acciones que favorezca al accionista mayoritario.”

¹¹ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es.p.28>.



6 Problema de Agencia

6.1 Antecedentes generales

La Economía de la Información se ocupa de estudiar situaciones en que existe información asimétrica en una relación contractual o donde se puede evidenciar conflicto de intereses entre dos partes concurrentes a un contrato. En forma específica, es la Teoría de Agencia la que intenta establecer estas diferencias al estudiar la relación bilateral entre un “Agente” (de aquí su nombre) que es contratado y un “Principal” (qué es quien contrata).

De esta forma, se entiende que hay un problema de agencia cada vez que existe una relación bilateral, la que podría o no estar resuelto y que se acrecienta en la medida que los objetivos de los participantes del contrato son menos convergentes. En este caso, se aprecian con claridad dos tipos de problemas de agencia, que serán descritos en el punto siguiente y que se relacionan con la divergencia de objetivos en los contratos que UNACEM como principal establece para las empresas IASA y SIA, que actúan como agentes, y la relación que se establece entre dos grupos de accionistas, que la literatura estudia como problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, lo que se evidencia desde el momento mismo en que se contrata esta consultoría que examina la justificación de la existencia de un contrato y establecer un valor de mercado del mismo.

En términos generales, se entiende que el problema de agencia se reduce en la medida que el contratado tiene los mismos objetivos que el contratante o bien que el administrador del contrato, pertenece a la misma parte que lo ejecuta. En este caso, se aprecia una mayor relación del contratado con el grupo de accionistas mayoritarios, lo que resuelve el problema de agencia entre ese grupo de accionistas (como principal) y el agente (IASA y SIA), pero lo incrementa entre el grupo de accionistas minoritarios (como principal) y el agente, generando con ello un segundo problema de agencia, esta vez entre el grupo de accionistas mayoritario, que para efectos prácticos es considerado el principal, dado el poder que ejerce al establecer el contrato, y el minoritario, que es considerado quien acepta el contrato.

La teoría considera que para que pueda ser estudiado, el contrato debe establecer un compromiso creíble entre las partes, debe contener con claridad las condiciones que se establecen para realizar los pagos que el principal realizará al agente en todas las contingencias, las que, además –al ser claras- deben poder ser verificadas por agentes externos. El agente aceptará el contrato en la medida que el beneficio que obtiene sea mayor que su utilidad de reserva, la que podemos entender como la utilidad que obtendría el agente al no firmar el contrato, pudiendo ser asimilada a un costo de oportunidad. Por su parte el contrato que ofrece el principal tendrá sentido en la medida que el resultado que obtiene del esfuerzo que realiza el agente sea tal que, al verificarse ese resultado, el principal obtiene una utilidad mayor a la que tendría si no contrata al agente.

En estas condiciones, es natural que los intereses del agente y el principal entren en conflicto, ya que el agente intentará realizar el menor esfuerzo para obtener los pagos máximos y el principal buscará el mayor esfuerzo por parte del agente y a su vez realizar los menores pagos.



La “Información” en esta relación bilateral, que se establece al firmar un contrato, se relaciona con el conjunto de variables que son verificables en esta relación, entendiéndose por ello los esfuerzos, costos y resultados que realiza el agente en beneficio del principal, dejando fuera del análisis el espacio de aleatoriedad en la obtención de los resultados, lo que al ser bien entendido por ambas partes, debe quedar fuera de los incentivos y pagos.

6.2 Problema de Agencia en el caso UNACEM:

Para el caso de UNACEM, existen dos tipos de potenciales problemas de agencia. Un primer problema es la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios, lo que comúnmente ocurre cuando hay intereses no alineados entre distintos grupos de accionistas y que en la literatura se denomina Problema de Agencia Horizontal.

En este caso en particular, se verifica la existencia de intereses no alineados entre los grupos de accionistas, ya que existe una disputa entre mayoritarios y minoritarios en relación a la conveniencia de mantener o no el contrato con las empresas IASA y SIA, lo que se debe a los beneficios o costos monetarios o no monetarios que la mantención de estos contratos genera para cada una de las partes.

Respecto de este punto, se podrían plantear tres casos generales en cuanto a la generación de valor económico, pudiendo existir situaciones intermedias o complementarias. Sin embargo, es razonable que desde estos tres escenarios se pueda comprender el problema que se puede estar enfrentando y establecer la solución del mismo:

1. La existencia de los contratos genera un mayor valor para UNACEM que los pagos contingentes que se realizan a IASA y SIA, en cuyo caso el Problema de Agencia entre mayoritarios y minoritarios se podría verificar en cuanto a la forma de repartir este beneficio entre mayoritarios y minoritarios o bien la forma cómo se administran los contratos y se asignan los costos que implican para cada uno de los grupos de accionistas.
2. La existencia de los contratos no generan un mayor valor para UNACEM, lo que significa que lo pagado por UNACEM a IASA y SIA equivale al beneficio generado por los contratos, en cuyo caso la existencia de estos contratos serían neutros para UNACEM como un todo, pero se puede verificar un problema de agencia entre mayoritarios y minoritarios, si los costos generados por los contratos, no son repartidos de manera equitativa, generándose con ello una transferencia de valor de un grupo sobre otro.
3. La existencia de los contratos genera un menor valor para UNACEM que los pagos contingentes que se realizan a IASA y SIA, en cuyo caso el mantenerlos podría estar mostrando una transferencia de valor económico de parte de quienes no controlan el contrato hacia quienes lo controlan.

Si se entiende que los objetivos de mayoritarios y minoritarios debe ser maximizar el valor económico de una empresa y su sustentabilidad, las partes solo podrían mantener los contratos si el resultado de su ejecución genera un incremento del valor económico de UNACEM. Ello se puede



verificar al comparar indicadores como rentabilidad o valor bolsa de las acciones de UNACEM con los de otras empresas del sector, lo que se verá más adelante.

La mantención de los contratos, bajo una condición diferente al de incremento del valor económico, sólo se puede deber a la existencia de una transferencia de valor de un grupo de accionistas sobre el otro.

Un segundo problema que la literatura reconoce es el que se denomina Problema de Agencia Vertical, el que se puede identificar en el control que existe sobre la ejecución del contrato o la administración de los mismos. Según plantea el modelo de Murphy (1999), el agente realiza una acción (esfuerzo) no observable por el principal, afectando de esta manera el resultado de la compañía, pero considerando siempre la existencia de un componente estocástico en la generación de ese resultado.

Mientras la función de utilidad del agente depende positivamente de los pagos realizados y negativamente de su esfuerzo, la función de utilidad del principal depende positivamente del esfuerzo del agente y negativamente de los pagos, por lo que el contrato debe contar con mecanismos de verificación del resultado que es fruto de su esfuerzo.

Para poder entender este problema de agencia, se debe establecer la relación bilateral entre UNACEM como un todo y actuando como principal que contrata los servicios de IASA y SIA como agentes, donde se pueden verificar las siguientes situaciones:

1. No verificación del esfuerzo:

Los pagos contingentes que UNACEM realiza a IASA y SIA, no son el fruto de medición de variables objetivas que den cuenta del esfuerzo que IASA y SIA realizan para el logro de ese resultado. El pago corresponde a un porcentaje de la utilidad, sin que ello refleje el impacto del esfuerzo realizado por el agente, pudiendo deberse mayoritariamente a variables estocásticas o diferentes a las que se pueden asociar a ese esfuerzo.

2. Sobre valoración del contrato:

Otra situación que puede ocurrir, es que simplemente el valor del esfuerzo ya esté pagado por los pagos realizados en años anteriores desde el principal (UNACEM) a los agentes (IASA y SIA) y que hoy se esté pagando un sobre valor por el contrato, sin que su existencia esté generando en la actualidad un aporte real al principal.

Son los directorios los que de mejor forma pueden mitigar el problema de agencia vertical, pero para ello se requiere una separación entre el proceso de toma de decisiones y de control que ejercen los directorios, de las decisiones e intereses de los administradores. Sin embargo, la existencia de un conflicto de interés en la relación entre un grupo de accionistas (los mayoritarios), con el agente que queda representado por las empresas IASA y SIA, lleva a generar un problema de agencia mixto (horizontal y vertical a la vez).

La literatura y la evidencia muestran que hay ocasiones en que el controlador no necesariamente tiene por objetivo maximizar el valor de una compañía y, en cambio, podría estar dentro de sus



objetivos o intereses remunerar de manera excesiva al Directorio o a parte de la Administración. Se generan así mayores costos que, al ser asumidos por la compañía, implican para los accionistas minoritarios un costo más que proporcional a su participación accionaria. Lo contrario ocurre para los mayoritarios. Evidencia de casos como el descrito se puede encontrar en Jensen y Meckling (1976).

En casos como este, una forma simple para garantizar que se cumpla el objetivo que el agente realice un esfuerzo que beneficie en términos netos al principal (el beneficio del principal debe ser mayor que el pago al agente), es que el principal quede representado por los accionistas minoritarios.

Si esta fuera la situación de UNACEM, dicha medida resuelve eventualmente el problema de agencia horizontal entre mayoritarios y minoritarios y, al mismo tiempo, como los minoritarios no tienen relación de propiedad con SIA e IASA, los acuerdos a los que lleguen tenderían a maximizar el valor de UNACEM. Con esto no se quiere decir que en el caso de esta compañía el grupo controlador no tenga como objetivo maximizar el valor de la empresa, sino que una opción como la descrita potencialmente elimina el conflicto de intereses que tienen SIA e IASA en su doble calidad de accionistas controladores y de prestadores de servicios a UNACEM, poniendo el foco en el aporte puro de valor que generan los contratos de servicio.

Por otra parte, el agente queda representado por las empresas IASA y SIA que, para efectos de negociar los contratos, asumen sólo la calidad de prestadores de servicios. Con ello, IASA y SIA negociarán los mejores términos con UNACEM y los beneficios netos que ésta reciba como resultado de los contratos, se transferirán al 100% de los accionistas y se repartirán según la proporción a que tiene derecho cada grupo de accionistas.

Esta solución conceptual del problema de agencia vertical deja pendiente solo la medición del aporte (en esfuerzo) que hace el agente y del valor aportado por el mismo al resultado que logra UNACEM. Esto se resuelve buscando una nueva forma de evaluar el esfuerzo que realizan IASA y SIA, como por ejemplo por medio del EVA (sigla en inglés de Valor Económico Agregado) o de la valorización relativa de la empresa en los mercados de valores o de un indicador financiero del incremento de rentabilidad de activos, productividad u otro (ver Anexo N° 5).



7 Valor de mercado de los servicios SIA

7.1 Introducción

El estudio tiene por objeto analizar las características y efectos económicos de los contratos, sin pronunciarse sobre sus aspectos legales.

En todo caso, como antes se indicó, en 1981 el Estado impugnó ante tribunales el contrato con SIA, pero la Corte Suprema falló a favor de su validez. Cabe señalar que en dicha época aún no se cumplía el plazo original de 12 años estipulado en el contrato, porque había sido interrumpido por la expropiación de CL a los 6 años de vigencia.

Posteriormente, en 2000, la SUNAT sostuvo que el contrato con SIA no tenía existencia real y por lo tanto los pagos a ésta debían considerarse como utilidades afectas a impuesto a la renta. CL interpuso una demanda que finalizó en una sentencia en la Corte Suprema que ordenaba a la SUNAT a no persistir en el cobro de los impuestos.

En el caso de los servicios de SIA está claro que su precio correspondía a un valor de mercado al momento de la firma de la escritura de constitución de CL, porque los socios de CPCP, que no estaban relacionados con los socios de SIA, convinieron libremente en aceptar las condiciones pactadas.

En la firma de la escritura la condición que se aseguraba era la contratación del servicio por 12 años, después de lo cual la renovación dependía de la voluntad de las partes, donde SIA tenía la mitad de las acciones.

En retrospectiva, se puede considerar que aparte de la distribución de las acciones, los socios consideraron que el desarrollo y ejecución del plan de renovación de las instalaciones productivas de la antigua CPCP por parte de SIA, ameritaba el pago al menos por 12 años de 8% de las utilidades líquidas antes de impuestos.

Actualmente no se puede presumir que el contrato mantenga la condición de representar un valor de mercado porque ha sido renovado entre partes relacionadas, donde el grupo dueño de SIA es a la vez el controlador de UNACEM.

Además, el contrato original contenía disposiciones que con el transcurso del tiempo quedaron claramente obsoletas. Así, el contrato de 1967 establecía un pago del 8% de las utilidades que podría aumentarse a 10% en caso de que las utilidades superen un 40% del capital social original. Al momento de la firma, la inflación histórica promedio para el período 1960-1966 alcanzaba a un 8.9% anual, por lo que previsiblemente al cabo de los 12 años habría significado un aumento de 179%, que no garantizaba que el último año del contrato base se podría aumentar la participación. Luego



de 50 años, las utilidades exceden ampliamente el 40% del capital social original, pero ello se debe a la inflación del 169.205.056.080,7%¹² ocurrida entre 1967 y 2017.

Por lo tanto, es necesario examinar si el precio que paga UNACEM a SIA corresponde a los beneficios que le produce el servicio.

7.2 Estudio de precios de transferencia de Deloitte

Deloitte & Touche S.R.L. elaboró para UNACEM un Estudio Técnico de Precios de Transferencia para el Ejercicio Gravable 2015, en que aborda los distintos precios para transacciones con empresas relacionadas. El estudio analiza los pagos por los servicios de gerencia prestados por SIA y los servicios de administración y asesoría financiera prestados por IASA. En cada caso revisa la aplicabilidad de los métodos aceptados por el art. 32-A de la Ley del Impuesto a la Renta para verificar si los precios de transferencia entre partes relacionadas corresponden a precios de mercado.

El estudio descarta aplicar los métodos basados en transacciones, incluyendo el de Precio Comparable No Controlado, de Precio de Reventa y de Costo Incrementado y finalmente se decide por el Método de Margen Neto Transaccional (MMNT), aplicado respecto de UNACEM.

En la versión desarrollada por Deloitte el método consistió en comparar el ROA (sigla en inglés del Retorno sobre Activos Operacionales) de UNACEM con el ROA de 20 empresas comparables independientes. El análisis verificó si el ROA de UNACEM en 2015 caía dentro del rango definido por el cuartil inferior y el cuartil superior del ROA de las 20 empresas, como promedio 2013-2015.

La conclusión del análisis de Deloitte es el siguiente:

“De acuerdo al MMNT utilizado en este análisis, el ROA (con ajustes al capital) de UNACEM, correspondiente al ejercicio fiscal 2015, fue de 15,52%.

Resultados obtenidos por las empresas comparables para el período 2013 – 2015

Cuar til	Me dia	Cuart il
6,95	11,	18,31

Por lo tanto, el resultado de UNACEM se encuentra dentro del rango intercuartil de resultados obtenidos por las compañías comparables. Ello permite concluir que, de manera agregada, los precios pactados por la Compañía en sus transacciones con vinculadas se encuentran en cumplimiento del principio arms length”

¹² Tasa en la que influyen las inflaciones de 667,0% 3.398,3% y 7.481,7% de los años 1988, 1989 y 1990, respectivamente.



El análisis de Deloitte admite al menos los siguientes reparos:

- El rango es tan amplio que deja de ser significativo porque admite una gran variación en el precio. Así, según la metodología utilizada, el pago a SIA podría llegar a ser de hasta 58% de las utilidades (más de 7 veces el nivel actual), sin quedar fuera de rango
- Se escogió el ROA de la actividad cementera como indicador para el servicio de gerenciación en circunstancias que la gerencia general es responsable del desempeño de la totalidad de las actividades que realiza la empresa.
- Se analizó a UNACEM y no a SIA, en contradicción con lo que declara el mismo estudio “Por tanto, debería elegirse como parte analizada aquella que posea las funciones menos complejas y que disponga de mayor y más confiable información.”¹³ Todo parece indicar que la parte con funciones menos complejas es SIA.
- Se descartó el Método de Costo Incrementado aduciendo que es aplicable sólo para la determinación de ingresos por venta de la empresa analizada, en este caso, UNACEM. Sin embargo, el Método se puede aplicar a SIA para validar el precio de venta de sus servicios a UNACEM.
- En general no hubo un análisis específico para el servicio de SIA, que considerara sus características y a partir de ellas, derivar un rango de precios de mercado.

7.3 Estimación de precios de mercado

El contrato de gerenciación con SIA se puede descomponer en dos partes:

1. La gerencia general, que se ejerce bajo la forma que el directorio de UNACEM, a solicitud formal de SIA, designa a la persona natural que ésta planteó, indicando que “en nombre y representación de SIA desempeñará la función de Gerente General ...”¹⁴.
2. La disponibilidad permanente de directores y consultores de SIA durante horas laborales y su participación en reuniones con personal de UNACEM para el desarrollo de propuestas para la estrategia de crecimiento de UNACEM y para la mejor administración de la empresa.

Respecto de la parte del representante de SIA en la Gerencia General, se puede considerar que no hay un valor adicional que pagar a SIA, por las siguientes razones:

- UNACEM se hace cargo de la remuneración y la totalidad de los gastos asociados al Gerente General.
- El Gerente General de UNACEM en el caso de no existir el contrato con SIA, razonablemente sería la misma persona natural que el representante de ésta en la Gerencia General, porque UNACEM tiene el mismo controlador que SIA.

¹³ Deloitte & Touche S.R.L.: UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A., Estudio Técnico de Precios de Transferencia, Ejercicio Gravable 2015 Informe Final, VII ANÁLISIS ECONÓMICO, 2. APLICACIÓN DEL MÉTODO DEL MARGEN NETO TRANSACCIONAL (MMNT), 2.1 Caracterización de la Parte Analizada, pág 80

¹⁴ Sesión de Directorio de Cementos Lima Sociedad Anónima, celebrada el 23 y 30 de julio de 1996



El valor aportado por los directores y consultores de SIA no se puede estimar a partir de las recomendaciones y propuestas realizadas, porque no existen registros al respecto.

Tampoco se puede determinar el tiempo destinado al apoyo de UNACEM, asimismo por falta de información.

Al no existir información de soporte, el valor aportado por los directores y consultores de SIA está en un rango que puede ir desde un valor de cero (en caso que no significara un aporte distinto al que haría un accionista concienzudo que tiene alta participación accionaria) hasta el costo alternativo de los recursos aplicados, si los beneficios para UNACEM equiparan o exceden dicho costo alternativo.

Para definir un eventual costo alternativo se optó por aplicar el Método de Costo Incrementado a partir de los costos y gastos que representan los directores y consultores para SIA.

Suponiendo que la totalidad de los Honorarios del Directorio y de los Gastos de Administración corresponden al servicio de gerenciación a UNACEM, entonces el costo total del servicio alcanza a S/ 8,60 millones que equivalen a US\$ 2,64 millones (2017). En caso de no existir el contrato con SIA se puede suponer que UNACEM tendría la posibilidad de contar con el apoyo de los mismos directores y consultores, porque ambas empresas tienen el mismo controlador. De hecho, 5 directores actuales son comunes, lo que corresponde a 42% del directorio de UNACEM y 36% del de SIA.

Si ello fuera así, el valor del servicio sería 17,2% de lo que UNACEM pagó a SIA en 2017.

La estimación anterior admite dos observaciones:

- Los honorarios que paga SIA no necesariamente corresponden a un valor de mercado, especialmente si se considera que 9 directores (64,3%) son parientes del controlador.
- Bajo el Método de Costo Incrementado podría considerarse un margen adicional al costo directo.

Como ya se indicó, la falta de información respecto de las acciones de apoyo que han realizado directores y consultores de SIA impide estimar el valor de mercado.

En todo caso se puede suponer que la dedicación por parte de los directores es parcial, porque todos ellos realizan numerosas actividades en paralelo. Los directores cuyos CV entregó SIA, en promedio declaraban realizar 8,8 actividades adicionales a participar en el directorio de SIA. Si se supone un reparto equitativo de la dedicación de cada director entre las distintas actividades indicadas en sus CV, en promedio dedicarían a SIA menos del 11% de su tiempo total.

Respecto de un eventual margen de contribución por sobre los costos y gastos del servicio se contó con referencia de consultoras de servicios gerenciales internacionales que publican estados financieros globales.

Para un promedio de 4 consultoras (FTI Consulting, Charles River Associates, Accenture y Arcadis) sobre resultados de 2017 y 2016, se obtuvo un margen promedio sobre costos operacionales de 7,8%. Si los costos directos fueran de mercado y procediera considerar un margen operacional, el



costo del servicio de SIA debiera estar en el orden de S/ 9.273 miles, equivalentes a US\$ 2.843 miles, esto es, 18,6% del pago realizado en 2017.

En resumen, el valor de los servicios de SIA podría estar en el siguiente rango:

- Valor mínimo de 0, si SIA en su calidad de principal accionista, con 43.38% de las acciones de UNACEM, prestara el mismo apoyo aún sin contrato
- Valor máximo de 1,34% de las utilidades líquidas antes de impuestos, de participación de trabajadores y de honorarios del directorio de UNACEM para 2017, en caso que el apoyo prestado a la empresa en virtud del contrato fuera más valioso que el costo que significa para SIA.



8 Valor de mercado de los servicios de IASA

8.1 Introducción

El contrato inicial fue aprobado en diciembre de 1981 por la junta general de accionistas de CASA, con la participación de la Corporación Financiera de Desarrollo (“COFIDE”), que tenía acciones Tipo “A” que calificaban como “voto determinante”.

Al igual que en el caso de SIA, el contrato original de IASA con CASA fue aprobado por un tercero no relacionado, por lo que se puede presumir que el precio correspondía a lo que los distintos actores consideraban un valor de mercado en ese momento.

Al momento de aprobarse el contrato es posible que COFIDE, la parte no relacionada, haya valorizado entregar la imagen de que la empresa volvía plenamente a una gestión privada. El contrato era por un plazo de 3 años, renovable cada 2, lo que ocurrió en todas las ocasiones en que correspondía, durante el período en que COFIDE fue accionista (hasta 2007).

Cuando COFIDE vendió sus acciones, se terminó el “voto determinante”. Después que se terminó dicho voto, se firmaron 3 addendums que significaron aumentar el precio de la asesoría de 2,5% de las utilidades a 4% primero, luego a 8% y finalmente a 10%. Dado que tanto las modificaciones como las renovaciones del contrato fueron hechas por partes relacionadas, no se puede partir de la base que correspondan a condiciones de mercado.

Por lo tanto, es necesario examinar si el precio que paga UNACEM por el servicio corresponde al valor del mismo.

8.2 Estudio de precios de transferencia de Deloitte

Deloitte & Touche S.R.L. en su Estudio Técnico de Precios de Transferencia para el Ejercicio Gravable 2015, aplicó para el contrato con IASA el mismo método que para con SIA, y en el mismo cálculo validó ambos.

Para este caso aplican las mismas críticas que ya se enumeraron para SIA, con la salvedad que el precio del contrato podría llegar a ser hasta 56% de las utilidades, sin salirse de los márgenes de normalidad calculados por Deloitte.

8.3 Estimación de precios de mercado

De acuerdo con lo declarado por la empresa, el contrato de servicios de administración y asesoría financiera con IASA se presta mediante la disponibilidad permanente de directores de IASA durante horas laborales y su participación en reuniones con personal de UNACEM para la elaboración de iniciativas para optimizar los ingresos, controlar los costos y gastos, potenciar la administración más eficiente de los recursos y liquidez de UNACEM y asegurar sus fuentes de financiamiento



El valor aportado por los directores de IASA no se puede estimar a partir de las recomendaciones y propuestas realizadas, porque no existen registros al respecto.

Tampoco se puede determinar el tiempo destinado al apoyo de UNACEM, asimismo por falta de información.

Al no contar con información sobre la asesoría entregada, el valor aportado por los directores de IASA está en un rango que puede ir desde un valor de cero (en caso que no significara un aporte distinto al que haría un accionista que tiene alta participación accionaria) hasta el costo alternativo de los recursos aplicados, porque su aporte a UNACEM equiparan o exceden dicho costo alternativo.

Al igual que para IASA se optó por aplicar el Método de Costo Incrementado a partir de los costos y gastos que representan los directores y consultores para IASA.

Suponiendo que la totalidad de los Honorarios del Directorio y de los Gastos de Administración corresponden al servicio de administración y asesoría financiera a UNACEM, entonces el costo total del servicio alcanza a S/ 5,29 millones que equivalen a US\$ 1,62 millones (2017). En caso de no existir el contrato con IASA se puede suponer que UNACEM tendría la posibilidad de contar con el apoyo de los mismos directores y consultores, porque ambas empresas tienen el mismo controlador. De hecho, 3 directores actuales son comunes.

Si ello fuera así, el valor del servicio sería 27,2% de lo que UNACEM pagó a IASA en 2017.

La estimación anterior admite dos observaciones:

- Los honorarios que paga IASA no necesariamente corresponden a un valor de mercado, especialmente si se considera que 10 directores (91%) son parientes del controlador y no todos tienen una especialización que sea pertinente para los servicios que otorga IASA
- Bajo el Método de Costo Incrementado podría considerarse un margen adicional al costo directo.

Como ya se indicó, la falta de información respecto de las acciones de apoyo que han realizado directores y consultores de IASA impide estimar el valor de mercado.

Respecto de un eventual margen de contribución por sobre los costos y gastos del servicio se contó con la referencia de consultoras de servicios gerenciales internacionales que publican estados financieros globales.

Como se vio en el caso de SIA, este margen puede ser estimado en 7,8% sobre costos operacionales, cifra que es un promedio de las cuatro consultoras globales para las cuales se tuvo información¹⁵. Si los costos fueran de mercado y procediera considerar un margen operacional, el costo del servicio de IESA debiera estar en el orden de S/ 5.704 miles, equivalentes a US\$ 1.748 miles.

En resumen, el valor de los servicios de IASA podría estar en el siguiente rango:

¹⁵ FTI Consulting, Charles River Associates, Accenture y Arcadis, sobre resultados de 2017 y 2016.



- Valor mínimo de 0, si IASA en su calidad de segundo mayor accionista, con 24,29% de las acciones de UNACEM, prestara el mismo apoyo aún sin contrato
- Valor máximo de 0,82% de las utilidades de UNACEM para 2017, en caso que el apoyo prestado a la empresa en virtud del contrato fuera más valioso que el costo que significa para IASA.



9 Análisis

9.1 Efecto de los contratos sobre la distribución de fondos

En el cuadro siguiente se presenta el efecto que tienen los contratos de SIA e IASA sobre la participación en la distribución de fondos a los distintos accionistas como dividendos y pagos de servicios, para los dos valores extremos del rango de valor de mercado (VM) de los contratos. Las cifras están en miles de dólares:

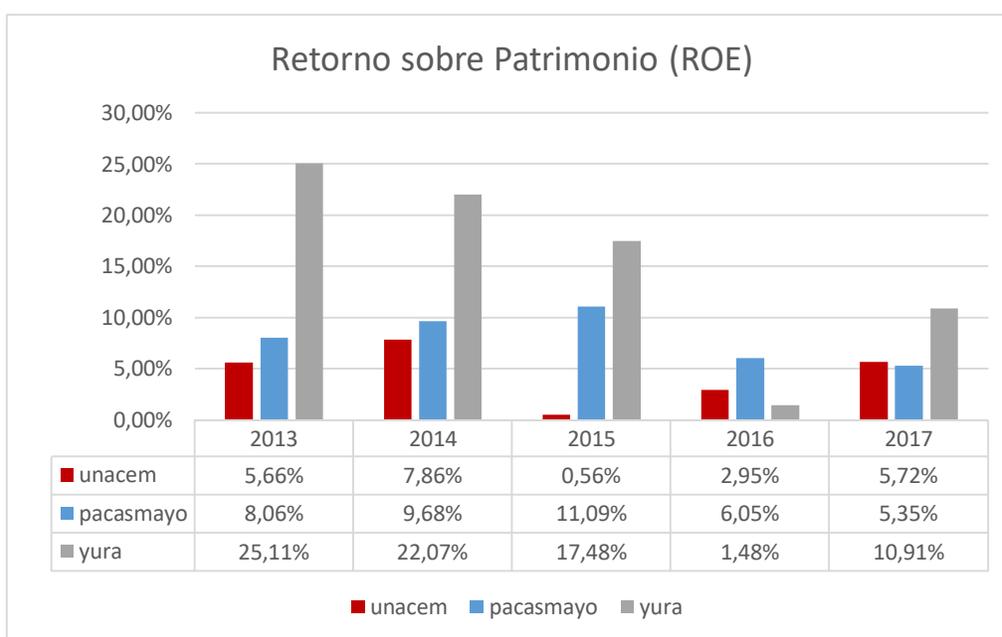
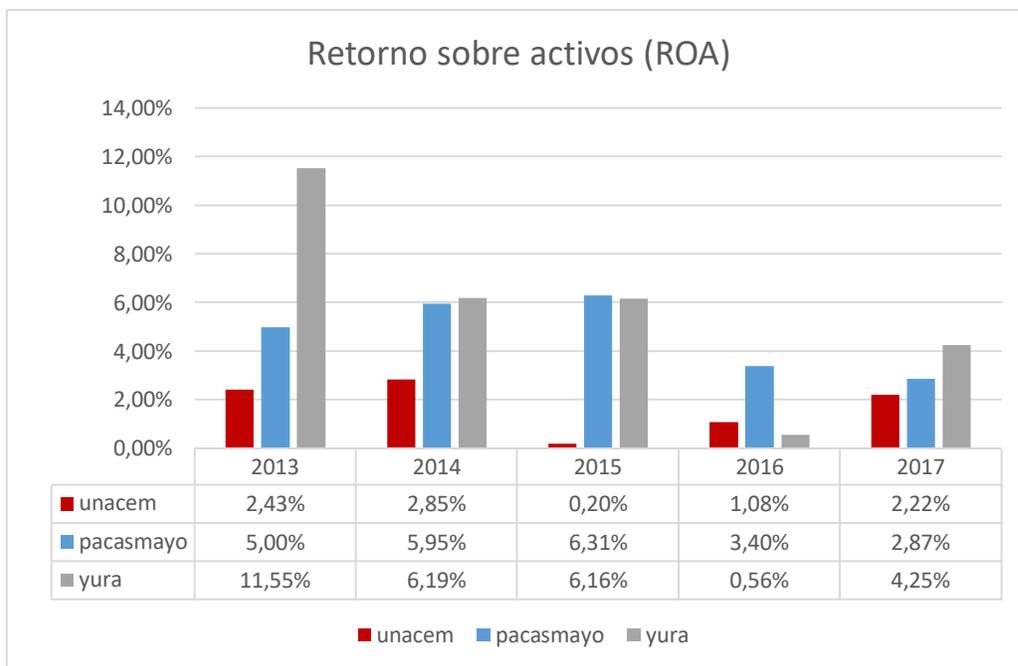
	Rango mínimo de valor de mercado de contrato		Rango máximo de valor de mercado de contrato	
	2016	2017	2016	2017
1. Pago contrato SIA (Neto de VM* del contrato)	12.061	15.323	9.751	12.480
2. Pago contrato IASA (Neto de VM* del contrato)	4.690	5.959	3.144	4.359
3. Total SIA+IASA (1+2)	16.752	21.282	12.896	16.839
4. Pago total dividendos	25.352	26.241	25.352	26.241
5. Dividendos SIA+IASA	17.156	17.757	17.156	17.757
6. Total pagos UNACEM (3+4)	42.104	47.523	38.248	43.080
7. Pagos a SIA+IASA (3+5)	33.908	39.039	30.052	34.596
8. participación pagos SIA+IASA (7/6)	80,5%	82,1%	78,6%	80,3%

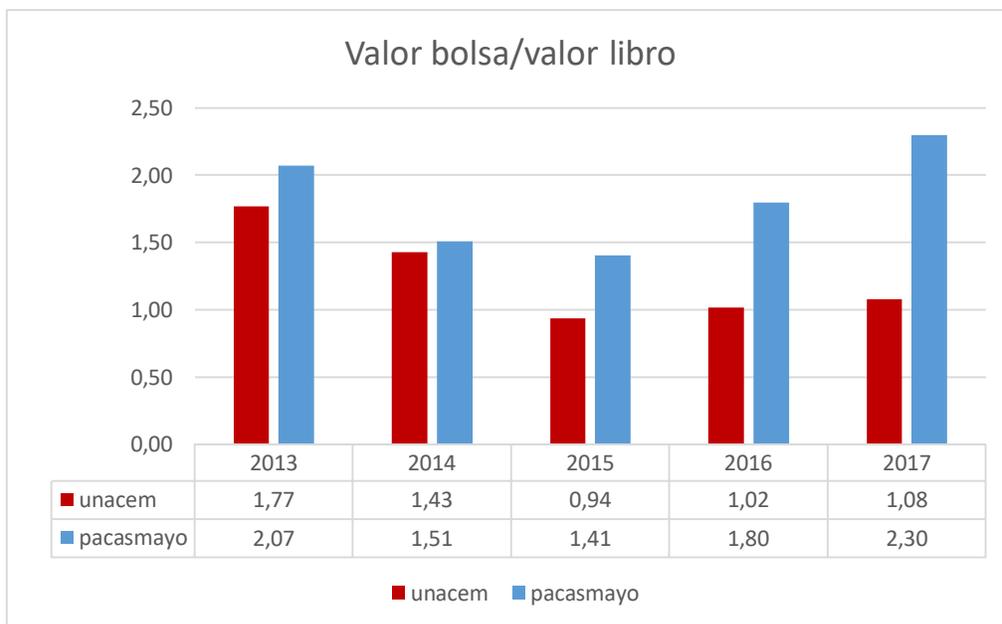
Nota (*) VM: Valor de Mercado

Como se puede observar, SIA y IASA, que en conjunto representan 67,67% de las acciones de UNACEM, obtienen entre 78,6 y 82,1% de los pagos que realiza la empresa a sus accionistas, con lo cual el resto de los accionistas, con 32,33% de participación, obtienen entre 17,9 y 21,4% de los pagos totales.

9.2 Desempeño financiero de UNACEM

El desempeño financiero de UNACEM y subsidiarias se comparó con las otras dos principales empresas cementeras de Perú: Cementos Pacasmayo S.A.A. y subsidiarias y Yura S.A. y subsidiarias. La comparación se realizó con el ROA (Utilidad neta después de impuestos sobre activos totales), el ROE (Utilidad neta después de impuestos sobre Patrimonio) y la relación entre valor bolsa y valor libro de las empresas, y se muestra en los gráficos y tabla siguientes:





En miles de soles	2013	2014	2015	2016	2017	Prome- dio
UNACEM						
activos	8.039.160	10.245.466	10.785.497	10.592.707	10.231.922	
Patrimonio	3.448.140	3.716.979	3.866.408	3.890.978	3.979.186	
utilidad después de impuestos	195.294	292.057	21.801	114.707	227.604	
ROA	2,43%	2,85%	0,20%	1,08%	2,22%	1,76%
ROE	5,66%	7,86%	0,56%	2,95%	5,72%	4,55%
Valor bolsa/libro	1,24	1,07	0,94	1,36	1,54	1,23
Pacasmayo						
activos	3.114.537	3.240.904	3.413.794	3.320.623	2.814.115	
Patrimonio	1.930.840	1.992.540	1.943.054	1.867.440	1.506.708	
utilidad neta	155.634	192.827	215.532	112.894	80.631	
ROA	5,00%	5,95%	6,31%	3,40%	2,87%	4,71%
ROE	8,06%	9,68%	11,09%	6,05%	5,35%	8,05%
Valor bolsa/libro	2,25	1,69	1,41	1,61	2,12	1,81
Yura						
activos	2.474.198	4.920.379	6.705.755	6.875.689	6.885.612	
Patrimonio	1.137.584	1.381.156	2.362.727	2.605.868	2.686.201	
utilidad neta	285.663	304.815	412.934	38.552	292.972	
ROA	11,55%	6,19%	6,16%	0,56%	4,25%	5,74%
ROE	25,11%	22,07%	17,48%	1,48%	10,91%	15,41%

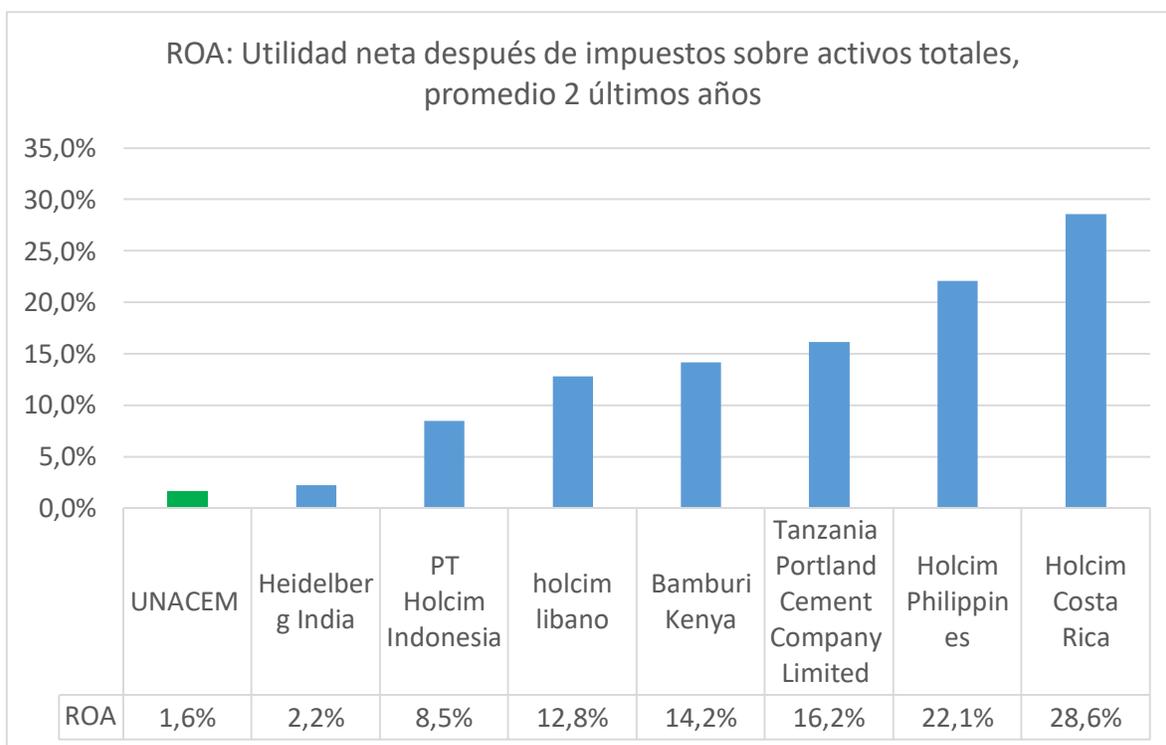
Como se puede observar, UNACEM en los últimos 5 años ha tenido un desempeño inferior al de las otras dos principales empresas cementeras de Perú, medido tanto como retorno sobre activos como retorno sobre patrimonio.

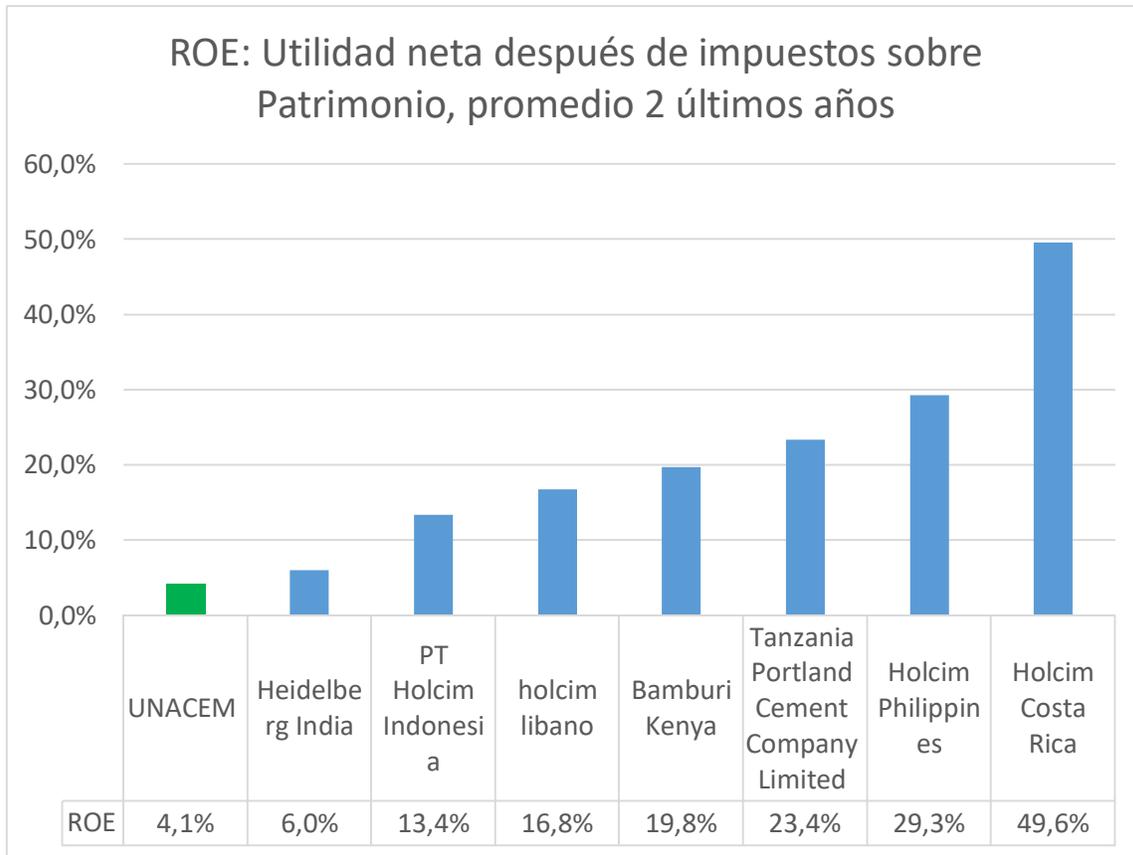


La relación valor bolsa vs valor libro de UNACEM ha sido más baja que la de Cementos Pacasmayo, la otra empresa que se transa en bolsa. Destaca la situación de 2017 en que el retorno sobre patrimonio a valor libro de Pacasmayo fue inferior al de UNACEM, sin embargo el mercado valorizaba su acción a más del doble de su valor libro, en tanto la acción de UNACEM se valorizaba un 8% más que su valor libro.

También se comparó el desempeño de UNACEM con el de la muestra de empresas de cemento internacionales que se presentó en el punto 5.1 anterior, excluyendo a Lafarge Malaysia Berhad que ha presentado pérdidas en el último bienio. Como indicadores se consideraron el ROA (Utilidad neta después de impuestos sobre activos totales) y el ROE (Utilidad neta después de impuestos sobre Patrimonio) de las empresas para los 2 años más recientes con información disponible.

La comparación se muestra en los gráficos y tabla siguientes:







empresa	Grupo	año	moneda	Utilidad neta	Activo total	patrimonio	ROA	ROE
UNACEM		2017	S/ 000	227.604	10.231.922	4.163.217	2,22%	5,47%
UNACEM		2016	S/ 000	114.707	10.592.707	4.105.432	1,08%	2,79%
holcim libano	LafargeHolcim	2016	LL 000	74.199.241	374.019.133	274.604.049	19,84%	27,02%
holcim libano	LafargeHolcim	2015	LL 000	26.075.231	407.652.248	323.145.521	6,40%	8,07%
Holcim Philippines	LafargeHolcim	2016	000 pesos	6.845.856	33.765.204	26.257.333	20,27%	26,07%
Holcim Philippines	LafargeHolcim	2015	000 pesos	8149568	34079771	24969466	23,91%	32,64%
Holcim Costa Rica	LafargeHolcim	2017	000 colones	29.997.752	98.918.353	57.959.726	30,33%	51,76%
Holcim Costa Rica	LafargeHolcim	2016	000 colones	25.076.979	93.556.226	53.025.826	26,80%	47,29%
PT Holcim Indonesia	LafargeHolcim	2013	Rp mns	952.113	14.894.990	8.769.204	6,39%	10,86%
PT Holcim Indonesia	LafargeHolcim	2012	Rp mns	1.350.250	12.168.517	8.414.784	11,10%	16,05%
Heidelberg India	Heidelberg	2017	Rs mns	762	24076,4	9669,5	3,16%	7,88%
Heidelberg India	Heidelberg	2016	Rs mns	354	26146,1	8949,3	1,35%	3,96%
Tanzania Portland Cement Company Limited	Heidelberg	2016	TZS 000	39.837.793	285.505.129	197.212.498	13,95%	20,20%
Tanzania Portland Cement Company Limited	Heidelberg	2015	TZS 000	56.246.507	308.639.995	213.903.961	18,22%	26,30%
Bamburi Kenya	LafargeHolcim	2016	Sns mns	5.890	40.811	29.819	14,43%	19,75%
Bamburi Kenya	LafargeHolcim	2015	Sns mns	5.872	42.030	29.706	13,97%	19,77%



Como se puede observar, el desempeño financiero de UNACEM fue el menor dentro de la muestra, con la excepción de Lafarge Malaysia Berhad que se excluyó por acumular pérdidas.

9.3 Incentivos

El contrato de servicio de gerenciación con SIA establece que UNACEM asume todos los gastos incurridos por aquella y le paga una participación de 7,2% de la utilidad líquida antes del impuesto a las ganancias, participación legal de los trabajadores y del honorario del Directorio, de la empresa separada, sin incluir el resultado de las subsidiarias.

Puesto que todos los gastos están cubiertos por UNACEM, la participación en las utilidades debiera constituir un premio por un desempeño superior al normal.

La participación sobre las utilidades a todo evento, aunque éstas correspondan a un retorno por debajo del retorno de mercado, no incentiva a rentabilizar la empresa sino que a aumentar las utilidades totales, premiando eventuales sobreinversiones en proyectos que pueden tener baja rentabilidad.

La gerencia general tiene responsabilidad sobre todas las operaciones e inversiones de la empresa, incluyendo sus subsidiarias, por lo tanto, la base para medir el desempeño de los servicios de gerencia debiera ser el de la empresa consolidada, incluyendo las subsidiarias.

El contrato de servicios de administración y asesoría financiera de IASA tiene un costo de 2,8% de la utilidad líquida de UNACEM separado, antes del impuesto a las ganancias, participación legal de los trabajadores y del honorario del Directorio.

La base de pago a IASA no tiene directa relación con las funciones en las que asesora a UNACEM, porque si bien un buen sistema de administración y una buena política de financiamiento contribuyen a las utilidades de una empresa, su impacto es relativamente menor. Además, en este caso el contrato no incluye el reembolso de gastos. Las condiciones indicadas incentivan a que IASA reduzca al mínimo los costos de prestar el servicio.

Asimismo, el servicio de administración y asesoría financiera de IASA abarca todas las operaciones e inversiones de la empresa, por lo tanto su base debiera ser el desempeño de UNACEM y subsidiarias.



10 Conclusiones

Las principales conclusiones del análisis económico de los contratos son las siguientes:

- 1) Ambos contratos tienen su origen en un acuerdo voluntario entre partes no relacionadas, por lo que se puede considerar que inicialmente correspondieron a condiciones de mercado.
- 2) Actualmente no se puede garantizar que los contratos correspondan a condiciones de mercado, por las siguientes razones:
 - a) La decisión de que se apliquen las sucesivas renovaciones automáticas del contrato de SIA ha sido adoptada por una parte relacionada.
 - b) El aumento de los pagos a IASA del 2,5% hasta el 10% de las utilidades¹⁶ y las sucesivas renovaciones automáticas del contrato han sido decisiones adoptadas por una parte relacionada.
- 3) Un estudio de Deloitte & Touche S.R.L. de 2015 sobre precios de transferencia¹⁷, concluye que los precios de los contratos con SIA e IASA están dentro de rango. Sin embargo, los criterios aplicados admiten numerosos reparos y el resultado alcanzado responde a un rango amplio que validaría tanto un pago de 0 por los contratos como otro que fuera más de 5 veces el nivel actual.
- 4) No existe información para estimar en forma precisa los beneficios que reportan a UNACEM los contratos con SIA e IASA. Se recomienda establecer Objetivos, Indicadores y Metas para cada contrato, tal como lo plantea el Planeamiento Estratégico 2016-2021 de UNACEM para las iniciativas estratégicas.
- 5) El porcentaje que representa el pago a SIA e IASA sobre las utilidades después de impuestos de UNACEM y subsidiarias es alto en relación a la práctica internacional comparable. Así se desprende de una muestra de 9 empresas de cemento de diversos países con información de los últimos dos años disponibles¹⁸.
- 6) Se pudo estimar que el valor para el contrato de servicios de SIA estaría dentro del siguiente rango:
 - a) Valor mínimo de 0, si SIA en su calidad de principal accionista, con 43,38% de las acciones de UNACEM, prestara el mismo apoyo aún sin contrato.
 - b) Valor máximo de 1,34% de las utilidades netas de UNACEM para 2017, en caso que los beneficios para UNACEM fueran mayores que el costo de producir los servicios.

¹⁶ Después de la absorción de Cementos Andinos por Cementos Lima (lo que dio origen a UNACEM), se bajó el pago a IASA al 2,7% de la empresa fusionada

¹⁷ Deloitte & Touche S.R.L.: UNACEM, Estudio Técnico de Precios de Transferencia, Ejercicio Gravable 2015, Informe Final

¹⁸ En total eran 10 empresas incluyendo UNACEM, pero se excluyó una que presentó pérdidas



- 7) El valor para el contrato de servicios de IASA estaría dentro del siguiente rango:
 - a) Valor mínimo de 0, si IASA en su calidad de segundo mayor accionista, con 24,29% de las acciones de UNACEM, prestara el mismo apoyo aún sin contrato
 - b) Valor máximo de 0,82% de las utilidades de UNACEM para 2017, en caso que los beneficios para UNACEM fueran mayores que el costo de producir los servicios
- 8) El mayor pago por los contratos con SIA e IASA respecto de lo que sería su costo alternativo, tiene el efecto que los accionistas minoritarios, con 32,33% de participación, obtienen entre 17,9 y 21,4% del total de pagos que realiza UNACEM a sus accionistas por concepto de dividendos y servicios.
- 9) Los contratos con SIA e IASA presentan problemas de agencia vertical en la relación con UNACEM como cliente, y problemas de agencia horizontal entre los accionistas mayoritarios y minoritarios de la empresa. Una solución conceptual para enfrentar ambos problemas, en línea con las mejores prácticas recomendadas por la OECD, es que los accionistas minoritarios negocien los contratos con SIA e IASA por cuenta de UNACEM. Ello minimiza el problema de agencia vertical y elimina el de agencia horizontal. Sin embargo, la solución que eventualmente se adopte deberá ser acordada entre los distintos actores¹⁹.
- 10) La fórmula de pago de los servicios, como un porcentaje de las utilidades de UNACEM separado, no genera incentivos adecuados por las siguientes razones principales:
 - a) Incentiva a aumentar las utilidades totales, premiando eventuales sobreinversiones, y no a rentabilizar la empresa.
 - b) Puede no constituir un incentivo eficaz para IASA que tiene una incidencia menor en el resultado global de la empresa.
 - c) La responsabilidad de la gerencia general de SIA y de la asesoría de IASA es sobre el conjunto de UNACEM incluyendo sus subsidiarias, por lo que sus resultados debieran incluirse en las bases para definir los pagos.
- 11) Los contratos con SIA e IASA no han logrado que UNACEM alcance un desempeño financiero superior al normal del mercado. En efecto:
 - a) Como promedio de los últimos 5 años (2013-2017), el ROA y ROE de UNACEM han sido 62,6% y 43,4% inferiores al de Pacasmayo, respectivamente. La relación valor bolsa/valor libro de UNACEM ha sido en promedio por el mismo período, 31,4% menor que el de Pacasmayo.

¹⁹ Nótese que esto es diferente a los derechos políticos que tendría el controlador para nominar al gerente general.



- b) Como promedio de los últimos 5 años (2013-2017), el ROA y ROE de UNACEM han sido 69,4% y 70,5% inferior al de Yura, respectivamente²⁰.
 - c) Presentó el menor ROA y ROE para el último bienio con información disponible, dentro de una muestra de 9 empresas de cemento de distintos países²¹
- 12) Las conclusiones anteriores corresponden al análisis económico de los contratos y en ningún caso pretenden constituir una opinión sobre su procedencia en términos jurídicos.

²⁰ Yura no se cotiza en bolsa por lo que no se pudo determinar su relación valor bolsa/valor libro

²¹ La muestra excluyó a Lafarge Malaysia Berhad que ha presentado pérdidas en el último bienio



ANEXOS



Anexo Nº 1: Cláusula Duodécima de la escritura de constitución de Cementos Lima S.A.

Duodécima. La Gerencia General, Ingeniería, técnica, comercial y administrativa de la Sociedad se encomienda al Sindicato de Inversiones y Administración Sociedad Anónima (SIA), quedando expresamente autorizada para contratar con la organización Holderbank si (sic) otras entidades que tiendan a dichos fines, lo que requiera a su juicio. Igualmente queda expresamente autorizada el SIA, según lo estipulado en el inciso b) de la cláusula cuarta del convenio de fecha veinte y uno de julio de mil novecientos sesenta y cinco vigente entre CPCP y SIA, para contratar en forma definitiva con las firmas Polysims GmbH. con Fried. Krupp Maschinen y/o con las entidades o personas que considere conveniente, en nombre y representación de Cemento Lima Sociedad Anónima, como uno de los actos de ejercicio de la Gerencia General, el suministro financiación y/o créditos. El Sindicato de Inversiones y Administración Sociedad Anónima ejercerá el cargo con las facultades siguientes:

Primero. Administrar la Compañía, ajustando sus actos a lo dispuesto en los Estatutos, en el pacto social de Cementos Lima Sociedad Anónima, a las disposiciones de la Junta de Accionistas y a las directivas generales que parta el Directorio.

Segundo. Representar a la Compañía en juicio con las facultades de los artículos novena y décimo de Código de Procedimientos Civiles, cuyo texto insertará (inserte número siete) pudiendo interponer demandas nuevas, así como delegar y autorizar la sustitución de poderes en juicios o para la interposición de demandas.

Tercero: Organizar el régimen Interno de la Compañía, supervigilar todas las operaciones de ésta, hacer llevar los Libros de Contabilidad que ordena la T (sic) cuidar que dicha contabilidad esté al día, y expedir la correspondencia de la Compañía.

Cuarto. Recibir todas las propuestas de contratos para servicios del negocio; decidir la contratación y/o el nombramiento del personal técnico y funcionario y efectuar los pagos y cobros.

Quinto. Contratar y renovar al personal de la Compañía,

Sexto. Dar prenda, girar, aceptar, endosar letras, girar cheques y endosarlos firmar vales pagaras retirar depósitos, cobrar y otorgar cancelaciones firmando conjuntamente con uno cualquiera de los directores de Cementos Lima;

Séptimo. Cobrar giros librados por el Tesoro, solicitar fianzas en favor de la Compañía, otorgar avales y fianzas solidarias y mancomunadas, y firmar toda clase de documentos y realizar toda clase de operaciones con los Bancos Estatales.

Octavo. Representar a la Compañía ante cualquiera autoridad y celebrar todos los actos y contratos necesarios para la buena marcha de la Compañía, salvo aquellos que les Estatutos le reserven al Directorio o a la Junta General,



Noveno. Designar la persona o personas naturales que la representen en el ejercicio de este cargo pudiendo otorgarle les poderes que considere conveniente según su propia organización.

Décimo. Generar todas las facultades necesarias para el desarrollo de las siguientes actividades.

- a) Representación de la sociedad. Tanto dentro como fuera de la Empresa, particularmente en materia de relaciones públicas, relaciones industriales y representación ante clientes, distribuidores y proveedores nacionales y extranjeros.
- b) Planeamiento. Elaboración del presupuesto anual y mensual para la producción, ventas, costos resultados inversiones y tesorería; y planeamiento de las inversiones y abastecimiento de materias primas a largo plazo.
- c) Organización: Determinación del diagrama de organización de la empresa y de las obligaciones del personal clave bajo sus órdenes, comunicación de las instrucciones necesarias para el desarrollo racional del trabajo y de la colaboración; y en general coordinación de todas las actividades de la organización
- d) Dirección de operación: Contratación y despido de personal, fijación de sueldos y salarios, estímulo y formación de colaboradores, adquisición y suministro de todo lo necesario para la preservación y garantía de la capacidad de producción, como materias primas, materiales para explotación y auxiliares, bienes muebles, máquinas y bienes inmuebles. Todo lo anterior será efectuado dentro del marco de los presupuestos aprobados por el Directorio, el cual se pronunciará al respecto dentro de los treinta días de su presentación. Vencido dicho término sin haber un pronunciamiento definitivo del Directorio se entenderán automáticamente aprobados éstos. La Gerencia propondrá dichos presupuestos y el Directorio o la Junta deberán resolver sobre los mismos dentro de los treinta días de haber sido sometidos por la Gerencia. Asimismo, dispondrá la ejecución de todos los gastos, erogaciones y pagos necesarios para el objeto de la Sociedad, negociación y conclusión de convenios, dirección de la publicidad y de la venta, fijación de los precios y de las comisiones a los agentes distribuidores dentro de lo señalado por la política general en materia de precios que acuerden el Directorio o la Junta General, transacciones con clientes, proveedores, Autoridades y Sindicatos.
- e) Vigilancia de la marcha comercial y técnica de la empresa, de su situación en materia de costos y rendimientos, sobre la base de informes, estadísticas y elementos contables;
- f) Comunicación. sobre la marcha de las operaciones y el cumplimiento del presupuesto, con el detalle y en las fechas siguientes:
- g) Informe administrativo mensual: Conteniendo los datos de producción, existencias, ventas, personal y presupuesto de caja, que deberá ser entregado hasta el día veinte del mes siguiente;
- h) Informe financiero mensual; Conteniendo balance, ganancias y pérdidas y costos, el mismo que deberá ser entregado hasta el día veinte del mes siguiente;
- i) Informe técnico mensual. Conteniendo datos técnicos de la producción (consumos, rendimientos, etcétera) y datos químicos, el mismo que deberá ser proporcionado hasta el día diez del mes siguiente

Reembolso de gastos. Cementos Lima Sociedad Anónima, reembolsará a SIA todos los gastos debidamente acreditados de Personal y operación en que incurre en el desempeño de sus



funciones. Este reembolso lo efectuará Cementos Lima Sociedad Anónima a SIA dentro de los primeros quince días de cada mes.

Los servicios de Gerencia General de SIA consistirán como funciones básicas de responsabilidad y atribuciones, en la dirección inmediata de los negocios de la Sociedad dirigiendo y coordinando el conjunto de sus actividades, con el objeto de conservar la empresa en óptimas condiciones, desde el punto de vista de la técnica productiva así como comercial y jurídicamente, y en materia de finanzas con retribución a los servicios de Gerencia General que SIA preste a Cementos Lima Sociedad Anónima, ésta se compromete a pagarle una participación del ocho por ciento de las utilidades liquidadas antes de impuestos, que podrá elevarse hasta el diez por ciento cuando dichas utilidades pasen de cuarenta por ciento del capital social original de Cementos Lima Sociedad Anónima al cambio histórico. El pago de esta retribución lo efectuará Cementos Lima Sociedad Anónima, a SIA antes del treinta de abril de cada año.

SIA ejercerá el cargo por el plazo de doce años, a partir de la fecha y se renovará automáticamente por cinco años, salvo aviso en contrario de SIA, o Cementos Lima Sociedad Anónima, dado con anticipación no menor de un año.



Anexo Nº 2: Información entregada por Sindicato de Inversiones y Administración S.A. sobre la ejecución del contrato de servicios de gerencia

A continuación se presenta la transcripción literal del archivo entregado por UNACEM. El archivo de CVs adjuntos que se cita en el primer párrafo se acompaña como archivo pdf "SIA_CVs.pdf" y forma parte integrante de este informe

Sindicato de Inversiones y Administración S.A.

- Organigrama: Ver CVs adjuntos. Es la relación de directores y consultores que prestan servicios a la Sociedad, para la ejecución de los servicios de gerencia de UNACEM S.A.A.
- Dotación total: aproximadamente 14 personas.
- Personal asignado al contrato con UNACEM: la misma relación de directores y consultores descrita en el organigrama.
- Profesión: la profesión de cada persona está consignada en cada CV adjunto.
- Años de experiencia: la experiencia de cada persona está consignada en cada CV adjunto.
- Descripción de cargo: cuerpo colegiado integrado por directores y consultores que en la ejecución de los servicios de gerencia participa en la elaboración de iniciativas, propuestas y estrategias para el crecimiento y optimización de la eficiencia y rentabilidad de UNACEM S.A.A.
- Posición en la organización: directores y/o consultores.
- Horas destinadas al contrato de UNACEM: los directores y consultores están disponibles permanentemente durante las horas de trabajo. Se sostienen reuniones con una frecuencia por lo menos semanal con las personas asignadas a la Gerencia General y demás gerencias de UNACEM, para el desarrollo de propuestas para la estrategia de crecimiento de UNACEM en el Perú y en la región, así como para la mejor administración de UNACEM en beneficio de sus accionistas. No se lleva un registro horario de la participación de cada director o consultor en la conducción de la Compañía.
- Salario anual: la retribución anual global del conjunto de directores y consultores asciende a PEN 7,525 miles. Así consta en los Estados Financieros al cierre del año 2017.
- Bonos de fin de año: no existen bonos.
- Ingresos adicionales: no disponible. Cada director o consultor de SIA tiene actividades adicionales e independientes a los servicios que presta a SIA.
- Revisión de desempeño anual: la medición del desempeño es permanente y en función al crecimiento patrimonial de UNACEM, a la disminución de su nivel de endeudamiento, al control de costos y gastos y a la rentabilidad o retorno para los accionistas de UNACEM. Esta medición corresponde a los accionistas de SIA.



Anexo N° 3: Información entregada por Inversiones Andino S.A. sobre la ejecución del contrato de servicios de administración y asesoría financiera

A continuación se presenta la transcripción literal del archivo entregado por UNACEM. El archivo de CVs adjuntos que se cita en el primer párrafo se acompaña como archivo pdf "IASA_CVs.pdf" y forma parte integrante de este informe

Inversiones Andino S.A.

- Organigrama: Ver CVs adjuntos. Es la relación de directores que prestan servicios a la Sociedad, para la ejecución de los servicios de administración y asesoría financiera de UNACEM S.A.A.
- Dotación total: aproximadamente 11 personas.
- Personal asignado al contrato con UNACEM: la misma relación de directores descrita en el organigrama.
- Profesión: la profesión de cada persona está consignada en cada CV adjunto.
- Años de experiencia: la experiencia de cada persona está consignada en cada CV adjunto.
- Descripción de cargo: cuerpo colegiado integrado por directores que en la ejecución de los servicios de administración y asesoría financiera participa en la elaboración de las iniciativas para optimizar los ingresos, controlar los costos y gastos, potenciar la administración más eficiente de los recursos y liquidez de UNACEM, así como asegurar las fuentes de financiamiento más eficientes para UNACEM..
- Posición en la organización: directores.
- Horas destinadas al contrato de UNACEM: los directores están disponibles permanentemente durante las horas de trabajo. Se sostienen reuniones periódicas con el Gerente General y los encargados en la gerencia de velar por los aspectos administrativos y financieros, para el desarrollo de propuestas para la mejor administración de UNACEM en beneficio de sus accionistas. No se lleva un registro horario de la participación de cada director en la conducción de la Compañía.
- Salario anual: la retribución anual global del conjunto de directores asciende a PEN 2,421 miles. Así consta en los Estados Financieros al cierre del año 2017.
- Bonos de fin de año: no existen bonos.
- Ingresos adicionales: no disponible. Cada director tiene actividades adicionales e independientes a los servicios que presta a IASA.
- Revisión de desempeño anual: la medición del desempeño es permanente y en función a los índices obtenidos en UNACEM (ROE, ROA, solvencia, liquidez, etc.), así como a la reducción de costos y gastos y a la rentabilidad o retorno para los accionistas de UNACEM. Esta medición corresponde a los accionistas de IASA.



ANEXO Nº 4: Reseña sobre los derechos de los socios minoritarios en las sociedades anónimas

1 Gobiernos Corporativos

Gobierno corporativo es el nombre que reciben los mecanismos que controlan y rigen a las corporaciones. Estos mecanismos identifican la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes actores; entre ellos, junta directiva, gerentes, accionistas, acreedores, etc. El gobierno corporativo incluye los procesos por los que se establecen y persiguen objetivos en el contexto del entorno social, regulatorio y de mercado y el monitoreo y seguimiento de las prácticas y decisiones de las empresas, sus agentes y los actores interesados.²²

1.1 Actores (*stakeholders*) y sus intereses

En los gobiernos corporativos se considera la existencia de actores externos e internos. Los principales actores externos son los accionistas, tenedores de bonos, acreedores comerciales y proveedores, los clientes y las comunidades afectadas por las actividades de la corporación. Las partes interesadas internas son la junta directiva, los ejecutivos y los empleados.

Los lineamientos teóricos de lo que es o debe ser el gobierno de una empresa busca mitigar los conflictos de interés entre los distintos actores descritos, específicamente, accionistas, administradores o consejo directivo.

Las sociedades están sujetas a una serie de jurisdicciones dependiendo de distintos factores. Estas pueden incluir las regulaciones propias del gobierno estatal o federal, la normativa del país, los estatutos de la compañía, la jurisprudencia y la carta con los estatutos originarios de la empresa.

Además de estas normas, los gobiernos corporativos suelen seguir ciertos lineamientos generales como los que entrega Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.

Finalmente, las empresas que cotizan en distintas bolsas de valores deben cumplir ciertos estándares de gobierno. Por ejemplo, en el caso de la Bolsa de Valores de Nueva York, el manual para participar específica, entre otros, que los consejos directivos deben tener una mayoría de directores independientes, en otras palabras, sin conflicto de interés, que no sea parte de la gerencia y que no tenga una relación financiera material con la compañía. Estas y otras disposiciones buscan hacer a las empresas y mercado general más atractivas para los inversionistas, bajando la incertidumbre y riesgo en su actuar.

Una cabal definición de sociedad anónima es “la persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables”²³. Su objeto es

²² En el texto se emplean en el mismo sentido los términos empresa, sociedad, corporación, sociedades anónimas y de responsabilidad limitadas.

²³ Como aparece en la Ley 18.046, de Chile.



cualquier actividad lucrativa que no sea contraria a la ley, a la moral, al orden público o seguridad del Estado. El fondo común que entregan los accionistas tiene como objetivo primario generar utilidades o riqueza para sus dueños. En otras palabras, los accionistas invierten su capital porque buscan obtener la máxima rentabilidad.

La administración de la sociedad recae en un directorio, elegido por los mismos socios o accionistas. Por regla general se asigna un voto por cada acción, de lo que se desprende que el accionista mayoritario tiene la facultad de nombrar a un mayor número de directores; esto, a su vez, puede derivar en el abuso de su posición dominante. Si la legislación no logra proteger la eficacia de la sociedad anónima en su objetivo primario – esto es, la mayor rentabilidad para todos sus accionistas – se provocan distorsiones en el mercado, baja la confianza de los inversionistas y, como consecuencia, el valor de las empresas que se desempeñan en él.

La tendencia internacional busca establecer principios de gobierno corporativo que sean transparentes en la entrega de información, eviten los conflictos de interés dentro de la empresa y protejan a los accionistas minoritarios, de forma que eviten crisis de confianza dentro de los mercados, la desvaloración de la empresa y atraigan inversionistas. El enfoque que prevalece es que, cuando los inversionistas perciben que sus derechos no están protegidos adecuadamente, debido a la ineficacia del sistema legal para prevenir y sancionar posibles abusos, abandonan esos mercados.

1.2 Escuela Contractualista y Escuela Institucionalista

La alineación de los incentivos entre los insiders (administradores y accionistas mayoritarios) y los outsiders (accionistas minoritarios y acreedores) permite maximizar el valor de las compañías y evitar la extracción de valor a los outsiders. Qué objetivo será más relevante depende de las características estructurales. Así, se hace una diferencia entre países anglosajones, regidos por common law como EE. UU. e Inglaterra y los normados por la civil law, como Latinoamérica y Europa Continental.

Luis Figueroa D y Francisco Santibáñez M. señalan en *Gobiernos Corporativos y Directores Independientes*, que la diferencia entre países de common law y de civil law es el alto nivel de atomización en los países anglosajones, que decanta en administradores con mucho poder frente a los accionistas. La conclusión a la que llegan estos autores es que:

“Este esquema de propiedad facilita que los administradores intenten maximizar su patrimonio personal y no el de la sociedad. En el último tiempo, numerosos casos han puesto de manifiesto este problema, como el conocido colapso de Enron o WorldCom donde existieron fuertes conflictos de interés y una inadecuada alineación de los incentivos.”²⁴

Por otra parte, en Latinoamérica y Europa Continental destaca la fuerte concentración en la propiedad y la configuración de estructuras piramidales, que permite a determinados accionistas

²⁴ Luis Figueroa D y Francisco Santibáñez M, *Gobiernos Corporativos y Directores Independientes*, División de Estudios y RR.HH., Superintendencia de Valores y Seguros de Chile



manejar las sociedades, elegir a la mayoría de los directores y tomar decisiones que pueden afectar negativamente a los accionistas minoritarios.

Intentando buscar un equilibrio entre los actores del gobierno corporativo destacan dos corrientes doctrinales: la escuela contractualista y la escuela institucionalista.

La doctrina contractualista tiene su origen en la corriente del análisis económico del Derecho, surgida en la Universidad de Chicago en Estados Unidos y fue preponderante a nivel mundial hasta los años noventa. Dentro de sus precursores se encuentra el profesor Ronald H. Coase y su artículo de 1937 titulado “La Naturaleza de la Firma”. Él sostiene que las empresas nacen para realizar actividades productivas que resultan mucho más eficientes en términos de costos, si el empresario organiza todos los factores productivos de un bien en vez de tener que acudir al mercado para obtener los insumos de distintos proveedores. Como consecuencia de los grandes capitales requeridos, surgen las sociedades, que permiten agrupar a diversos inversionistas que persiguen un objetivo común. Se entiende la sociedad anónima como un “nexo de contratos”. El rol del Estado se limita al cumplimiento de estos acuerdos. El Derecho cumple una función supletoria y complementaria de la autonomía contractual de las partes, en la que no caben normas imperativas que la desplacen.

Las ideas fueron desarrolladas por Michael Jensen y William Meckling quienes, a través de la Teoría de las Agencias, postulan que por medio de las relaciones contractuales se unen accionistas, administradores y acreedores y se definen los beneficios que a cada uno corresponden. Si el legislador ofrece a las partes un contrato estándar de relaciones al interior de la sociedad disminuyen los costos de una negociación individual en cada caso, pero para este modelo, las reglas deben ser libremente modificadas por las partes cuando no se adecuen a sus requerimientos. El Estado no debe dictar normas de carácter imperativo para regular los conflictos de interés entre los accionistas y los administradores, porque esto corresponde a la autonomía de las partes.

Las consecuencias de una administración ineficiente impactan negativamente en el valor bursátil de la compañía, lo que provee un mecanismo gratuito para supervigilar las actividades de los directivos, disminuyendo con ello los costos de agencia.

En esta estructura, las leyes deben orientarse a facilitar un mercado dinámico que permita las luchas por el control de las compañías, preocupándose de proteger adecuadamente a los accionistas y motivar un uso eficiente de los recursos por parte de los administradores.

La escuela institucionalista surge bajo el alero de la Universidad de Harvard y postula que la sociedad anónima es una institución social con una identidad más amplia que los individuos que la forman. En ella confluyen relaciones contractuales e interacciones sociales que deben ser reguladas por el legislador a través de normas imperativas para fortalecer la estructura interna de las sociedades. Esta escuela de pensamiento coincide con la contractualista en definir como principal objetivo de las sociedades anónimas la maximización de su valor para accionistas, administradores y directivos.

Para esta doctrina, el Derecho debe desempeñar un rol activo en la protección de los intereses afectados, y en especial de las partes más débiles dentro de una compañía: los accionistas, trabajadores, acreedores, clientes y el mismo Estado.



A partir del desarrollo de ambas escuelas descritas surge el concepto de Gobiernos Corporativos. Una primera definición de este concepto la entrega el informe Cadbury, estudio realizado en el Reino Unido sobre aspectos financieros de las empresas abiertas de responsabilidad limitada, que define gobierno corporativo como “el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades”²⁵.

El foco de este estudio no es la protección del accionista individual, si no el sistema. El problema se presenta como un asunto de eficiencia de la empresa y del mercado. Una mayor eficiencia en la gestión y su control genera confianza en los inversores que participan en el mercado de títulos accionarios y evita que huyan hacia otros mercados que inspiren mayor confianza.

2 Principios de Gobiernos Corporativos

Reseña de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD (2016)

La visión actual del deber ser del gobierno corporativo nace en 1992 con el Reporte Cadbury, pero incluye también Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 y la Ley Sarbanes-Oxley de 2002. Los informes de Cadbury y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) presentan principios generales en torno a los cuales se espera que las empresas operen para garantizar un gobierno adecuado. La Ley Sarbanes-Oxley, informalmente conocida como Sarbox o SOX, es un intento de EE. UU. de legislar varios de los principios recomendados en los informes de Cadbury y de la OCDE.

Los Principios buscan propiciar la evaluación y mejoramiento del marco normativo de los gobiernos corporativos para “favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible.”²⁶ Desde su primera publicación, se han convertido en un referente internacional para legisladores, inversionistas y otros actores. Publicados por primera vez en 1999, fueron revisados y republicados en 2004 y, nuevamente revisados en 2014 y 2015, para ser presentados por tercera vez en 2016.

Los Principios de Gobierno Corporativo del G20 y de la OCDE buscan ayudar a los legisladores a evaluar y mejorar el marco legislativo con el objetivo favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible. Para eso, la idea es entregar a los actores del sistema – accionistas, consejeros, directivos, intermediarios financieros y proveedores de servicios, etc. - incentivos adecuados para que en la práctica exista un buen gobierno corporativo.

Desde su aparición por primera vez en 1999, los Principios se han convertido en un referente internacional para legisladores, inversionistas y otros actores. Actualmente, son utilizados como

²⁵ London Exchange Stock, Report of the committee on the financial aspects of corporate governance, Burgess Science Press, Londres, 1992, p. 14.

²⁶ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>. P.5



marco de referencia en sistemas jurídicos de todo el mundo y aparecen entre las Normas Fundamentales de los Sistemas Financieros Sólidos del Consejo de Estabilidad Financiera (FBS) y constituyen la base de los informes relativos a la observancia de códigos y normas (IOCN) del Banco Mundial en el área de gobierno corporativo.

La primera revisión de los Principios, publicada en 2004, giraba en torno a la idea de que un alto grado de transparencia, rendición de cuentas, supervisión, respeto a los derechos de los accionistas y a los roles de los demás actores del proceso eran indispensables para el funcionamiento de un buen gobierno corporativo. La segunda revisión, publicada en 2016 tiene en cuenta lo aprendido durante las crisis financieras, el aumento de las actividades transnacionales y los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores, en los que adquiere un rol cada vez más preponderante una cadena de inversión cada vez más compleja que va desde los ahorros de privados hasta la inversión empresarial.

Para garantizar que los Principios sean atingentes, exactos y pertinentes, las revisiones se apoyan en un trabajo empírico y analítico sobre los cambios en los sectores empresarial y financiero. Aunque las normas que regulan las corporaciones deben adaptarse a la realidad del país en las que se aplican y no existe un único modelo de buen gobierno corporativo, existen, eso sí, elementos comunes que subyacen a todos ellos.

Las políticas de gobierno corporativo juegan un rol importante en la búsqueda de alcanzar objetivos económicos más amplios, porque se relacionan con la confianza de los inversores y la asignación de capital. La aplicación de los principios busca crear un buen gobierno corporativo que ofrezca mayor confianza y menos riesgo a los inversionistas y, de esta forma, entregue mayor valor a las empresas que se desenvuelven en ese mercado. Esto es relevante, especialmente, en el actual escenario de capitales globalizados con flujos internacionales de capitales que permiten a las empresas acceder a financiamiento de un mayor número de inversionistas.

A continuación, se entrega una somera descripción de cada uno de los seis principios ya discutidos con especial énfasis en el segundo, que gira en torno al trato de los accionistas.

2.1 Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo.

“El marco de gobierno corporativo promoverá la transparencia y equidad de los mercados, así como la asignación eficiente de los recursos. Será coherente con el Estado de Derecho y respaldará una supervisión y una ejecución eficaces”.²⁷

La proporción y desarrollo de los elementos que constituyen el marco legislativo sólido necesario para que exista confianza entre los inversionistas y para que el gobierno corporativo funcione, dependen de las circunstancias, historias y tradición específica de cada país y mercado, pero suele

²⁷ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.13.



basarse en sistemas de autorregulación, compromisos voluntarios y prácticas empresariales consensuadas y con su origen en la tradición.

Para que exista un buen gobierno corporativo el marco normativo y las estructuras de gobierno en los que se apoya debe ser transparente y contribuir a lograr los intereses generales. La regulación de los mercados de valores favorece un gobierno corporativo eficaz.

2.2 Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave

“El marco del gobierno corporativo protegerá y facilitará el ejercicio de los derechos de los accionistas y garantizará el trato equitativo a todos ellos, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos tendrán la posibilidad de que se reparen en forma eficaz las violaciones de sus derechos.”²⁸

Los Principios se preocupan de nombrar y explicar lo que son considerados derechos fundamentales de los accionistas y las buenas prácticas. Este es un punto ampliamente expuesto y considerado.

Los inversionistas tienen derechos de propiedad; así, una acción puede comprarse, venderse o transferirse. La titularidad sobre una acción permite participar en los beneficios de la empresa y obtener información sobre la sociedad e, incluso, influir en ella a través de la participación y el voto en las juntas generales de accionistas.

El derecho a influir en la sociedad se centra en determinadas cuestiones fundamentales, como la elección del consejo de administración, la modificación de estatutos sociales y la aprobación de operaciones extraordinarias. Sin embargo, a causa de la complejidad que reviste la administración de una sociedad en mercados en constante evolución y cambio, la estrategia y operaciones empresariales son responsabilidad del consejo de administración y de un equipo directivo, no de los accionistas.

Según señalan los *Principios*, el desarrollo y buen funcionamiento de los mercados de capitales depende de la confianza de los inversionistas en que lo que aportan está protegido frente al uso y apropiación indebida por parte de los miembros del consejo de administración, los directivos y los accionistas mayoritarios. Para eso es conveniente un sistema jurídico que permita obtener reparación sin demoras excesivas cuando éstos tengan razones fundadas para creer que sus derechos han sido violados. Sin embargo, también existe un riesgo cuando el sistema jurídico permite que cualquier inversionista recurra ante los tribunales, por lo que muchos sistemas han establecido normas que protegen a los miembros del consejo de administración frente al abuso de acciones legales a través de procedimientos que buscan determinar si las demandas tienen fundamentos, audiencias administrativas o procedimientos de arbitraje auspiciados por autoridades reguladoras.

²⁸ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.18.



Los *Principios* reconocen como derechos fundamentales de los accionistas:

- 1) Tener un método seguro para registrar su derecho de propiedad,
- 2) poder ceder o transferir sus acciones,
- 3) conseguir información pertinente y relevante sobre la sociedad de la que forma parte en forma oportuna y periódica
- 4) participar y votar en las juntas generales de accionistas,
- 5) elegir y destituir a los miembros del consejo de administración
- 6) y participar en los beneficios de la sociedad.

Además, tienen derecho a que se les informe debidamente y a que se requiera su aprobación y su participación con respecto a las decisiones relativas a cambios fundamentales en la sociedad, tales como:

- 7) modificación del reglamento interno, los estatutos o cualquier otro documento rector de la sociedad,
- 8) autorización de la emisión de nuevas acciones; y
- 9) operaciones extraordinarias, incluida la transferencia de la totalidad o de una parte sustancial de los activos que, en la práctica, supongan la venta de la sociedad.

Finalmente, tener la oportunidad de participar de forma eficaz y de votar en las juntas generales de accionistas, debiendo ser informados sobre las normas que las rigen, incluidos los procedimientos de votación:

- 10) Con la anticipación adecuada y con la información completa y oportuna acerca de los asuntos que van a someterse a decisión.
- 11) Los procesos y normas de funcionamiento de las juntas permitirán un trato equitativo a los accionistas. En otras palabras, los procedimientos de las empresas no dificultarán ni encarecerán indebidamente el voto.

Se considera que el derecho a participar en las juntas generales es fundamental y que deben realizarse todos los esfuerzos para eliminar las barreras artificiales que obstaculizan su participación en ellas.

Se hace hincapié en la oportunidad de plantear preguntas al consejo de administración, incluidas las relativas a la auditoría externa anual, añadir asuntos a la orden del día de las juntas generales y proponer acuerdos, dentro de límites razonables.

Es también un derecho básico de los accionistas la elección de los miembros del consejo de administración y facilitar su participación de las decisiones claves del gobierno corporativo. La remuneración con acciones en los sistemas redistributivos aplicables a los miembros del consejo y a los empleados debe ser sometida a la aprobación de los accionistas.

Un elemento interesante de este compendio de derechos del accionista es el punto 5. que señala que los accionistas podrán votar de forma presencial y no presencial con los mismos efectos. Este punto continúa en el siguiente anexo, que busca eliminar los obstáculos para el voto transnacional para así nivelar el terreno entre los inversionistas nacionales y extranjeros.



Los accionistas pueden consultarse mutuamente cuestiones relativas a sus derechos básicos, con determinadas excepciones para evitar abusos. Esto se relaciona con las empresas de capital disperso, en las que algunos accionistas pueden tener una participación tan reducida en ella que no sea costo/eficiente ejercer sus derechos o controlar los resultados en la mayoría de los casos, pero en las que pueda existir en determinadas circunstancias un beneficio de la actuación coordinada. Los *Principios* consideran que este derecho puede tomarse de mala manera si es utilizado para manipular mercados o para conseguir el control de una empresa sin someterse a la normativa en materia de absorciones y revelación de datos. Recomiendan que, para aclarar la situación de los inversionistas, la autoridad reguladora emita recomendaciones sobre la forma de coordinación y acuerdo que constituyan o no estas prácticas concertadas en el contexto de una toma de control.

“Todos los accionistas de la misma clase gozarán de un tratamiento igualitario. Se revelarán las estructuras de capital y los sistemas que permitan que determinados accionistas adquieran un nivel de influencia o control desproporcionado con respecto a su participación.

1. Dentro de una misma clase de acciones, todas las acciones otorgarán los mismos derechos. Todos los inversores podrán obtener información sobre los derechos asociados a todas las series y clases de acciones antes de comprarlas. Cualquier cambio en los derechos económicos o de voto deberá ser sometido a la aprobación de las clases de acciones que se vean perjudicadas.”²⁹

Se deben dar a conocer las estructuras de capital y los sistemas de control de la empresa, porque algunas estructuras de capital permiten al accionista ejercer un grado de control desproporcionado a su participación en el capital. Las estructuras piramidales, la participación cruzada y las acciones con derechos de voto limitados o múltiples pueden ser utilizados para disminuir la capacidad de los accionistas minoritarios de influir en las políticas de la sociedad.

Los mecanismos para influir en el control de la sociedad son múltiples y no siempre se basan en las relaciones de propiedad. Los acuerdos entre accionistas son una forma habitual para actuaciones concertadas para formar una mayoría en la práctica. Se aconseja que la autoridad regule las materias y tiempos que puedan durar estas alianzas estratégicas.

Puntos especialmente pertinentes son las letras F y G.

El punto F se titula: “Las operaciones con partes vinculadas se aprobarán y realizarán de forma que la gestión de los conflictos de intereses sea adecuada y se protejan los intereses de la empresa y sus accionistas.”

Algunos párrafos destacados son:

“... El abuso potencial que suponen las operaciones con partes vinculadas es una cuestión esencial para las políticas de todos los mercados, pero sobre todo en los que la propiedad de las sociedades está concentrada e imperan los grupos empresariales.”

²⁹ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es.p.25>.



“Una vez se hayan identificado estas operaciones, los países establecerán procedimientos para autorizarlas que minimicen sus posibles efectos negativos. En la mayoría de ellos, se concede gran importancia a la aprobación del Consejo de Administración, en la que a menudo desempeñan un papel destacado los miembros independientes, o a la exigencia de que el Consejo de Administración justifique el interés de la operación para la empresa. **Además, para determinadas operaciones, puede concederse un papel decisorio a los accionistas, salvo a los que sean parte interesada.**” (énfasis añadido)

“En los casos en los que alguien haya declarado la existencia de un interés sustancial, **se considera una buena práctica que no participe en ninguna decisión relativa a la operación o asunto en cuestión** y que la decisión del Consejo de Administración sea específicamente motivada contra la presencia de tales intereses y/o justifique la ventaja que supone la operación para la empresa, en particular, precisando sus condiciones.” (énfasis añadido)

El punto G se titula: “Los accionistas minoritarios gozarán de protección frente a actos abusivos directos o indirectos por parte de los accionistas mayoritarios o en su beneficio, y contarán con medios eficaces de reparación. Se prohibirán las operaciones de auto-contratación que sean abusivas.”³⁰

Algunos párrafos destacados son:

“En numerosas sociedades cotizadas existe un gran accionista mayoritario. Aunque su presencia pueda reducir el «problema de agencia» gracias a una supervisión más estrecha de los directivos, un marco legislativo y reglamentario laxo puede desembocar en abusos contra los demás accionistas de la empresa. Las operaciones de auto-contratación y de carácter abusivo tienen lugar cuando quienes mantienen relaciones próximas con la empresa, incluidos los accionistas mayoritarios, se aprovechan de ellas en perjuicio de la empresa y de sus inversores.”

“Existe especial riesgo de abuso cuando los sistemas jurídicos permiten y el mercado acepta que los accionistas mayoritarios ejerzan un grado de control que no se corresponde con el nivel de riesgo que asumen en calidad de titulares al aprovecharse de mecanismos jurídicos para separar la propiedad del control, tales como las estructuras piramidales o los derechos de voto múltiples. Este abuso puede adoptar diferentes formas, entre otras, la obtención de beneficios privados directos mediante elevadas retribuciones y primas a familiares o socios en plantilla, operaciones inadecuadas con partes vinculadas, un sesgo sistemático en las decisiones empresariales y cambios en la estructura del capital a través de una emisión especial de acciones que favorezca al accionista mayoritario.”

Para proteger a los accionistas minoritarios se necesita una divulgación sana, transparente y a tiempo de la información y la articulación clara de un deber y lealtad para los miembros del consejo hacia la empresa y todos sus accionistas. Los abusos contra los accionistas minoritarios son mayores en países con marcos legislativos laxos.

³⁰ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.28.



Medidas eficaces para la protección de los accionistas minoritarios son: la emisión de acciones con derechos preferentes, las mayorías cualificadas para determinadas decisiones.

Otro derecho clave de los accionistas es que las normas y procedimiento que regulan las fusiones y adquisiciones en los mercados funcionen en forma eficiente y transparente; de modo que los inversionistas comprendan sus derechos y recursos y estas se den en condiciones justas que protejan los derechos de todos los accionistas conforme a sus clases correspondientes. En algunos países, las empresas recurren a ciertas medidas para evitar la toma de control y estas pueden convertirse en un obstáculo para el funcionamiento del mercado de fusiones y adquisiciones. A veces, se ofrecen a los accionistas disidentes opciones de salida en el caso de que se produzcan reestructuras sociales importantes, como los procesos de integración y de fusión.

Los *Principios* son claros al decir: “No deberán emplearse medidas para evitar una toma de control con el objetivo de proteger a la dirección y al consejo de administración de la rendición de cuentas.”³¹

2.3 Inversionistas institucionales, mercados de valores y otros intermediarios

El marco del gobierno corporativo debe proporcionar incentivos sólidos a lo largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuya al buen gobierno corporativo.³²

Actualmente la cadena de inversión ha ido haciéndose más larga y compleja, porque han aumentado los inversores institucionales, que corresponden a los fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de cobertura. Algunos están interesados en participar activamente en el gobierno corporativos, otros no. Se recomienda que los inversores institucionales revelen sus políticas relativas al gobierno corporativo. En algunos países se han adoptado “códigos de gestión” de suscripción voluntaria por parte de los inversionistas institucionales.

Es importante que los profesionales que representan a estos actores operen en calidad de fiduciarios y minimicen los conflictos de interés que puedan comprometer la integridad de su análisis o asesoramiento.

2.4 El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo

“El marco de gobierno corporativo reconocerá los derechos de los actores interesados que disponga el ordenamiento jurídico o se estipulen de mutuo acuerdo y fomentará la cooperación activa entre

³¹ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.30.

³² OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.31.



éstos y las sociedades con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a la sostenibilidad de empresas sólidas desde el punto de vista financiero.”³³

El fomento de una cooperación que cree riqueza entre los actores que participan en el ámbito de una empresa redundan en el interés de las empresas a largo plazo. La competitividad y el éxito final de una sociedad es el resultado de un trabajo en equipo que engloba las contribuciones de muchos interesados, como inversionistas, trabajadores, acreedores, clientes, proveedores y otros actores interesados.

Esto significa que hay que respetar los derechos que el marco jurídico les reconoce y, si se ven vulnerados, deberán tener una reparación eficaz dentro de las disposiciones legales.

El capítulo relativo a este principio desarrolla los deberes del gobierno corporativo hacia actores como los trabajadores, acreedores y la participación y derecho a información que estos tienen dentro de la empresa. Se reconoce la importancia de acceso oportuno y periódico a información pertinente, suficiente y fiable que les permita cumplir con sus responsabilidades.

2.5 Divulgación de información y transparencia

“El marco del gobierno corporativo garantizará la comunicación oportuna y precisa de todas las cuestiones relevantes relativas a la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la propiedad y sus órganos de gobierno.”³⁴

Las empresas que cotizan suelen entregar información al menos una vez al año. La mayoría tiene la obligación legal de entregar un determinado tipo de información en forma periódica, pero se da mucho que corporaciones entreguen en forma voluntaria muchísima más información que el mínimo requerido.

Por información relevante se entiende la que omitida o tergiversada pueda influir en las decisiones económicas o las que un inversionista razonable consideraría importante para comprometer su capital o votar un acuerdo.

Los *Principios* señalan que se debe revelar como mínimo:

- 1) Los resultados financieros y de explotación de la empresa. Los estados financieros auditados se entregan al menos una vez al año y, por lo general, incluyen el balance, la cuenta de resultados, el estado de flujos de efectivo y la memoria.
- 2) Los objetivos de la empresa e información no financiera. Generalmente son parte del informe de gestión. Se refiere a objetivos comerciales, políticas, resultados en materia de ética empresarial y otros compromisos de interés público. En algunos países se exige a las empresas divulgar información adicional, como su volumen de negocios neto o el desglose por categorías y por países de los pagos a los gobiernos (informes por países).

³³ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.37.

³⁴ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.41.



- 3) Información sobre la estructura de propiedad de la empresa y los derechos de los accionistas en relación con los demás titulares. Los objetivos, la naturaleza y la estructura del grupo. Corresponde a buena práctica divulgar la participación de los consejeros, incluidos los no ejecutivos.
- 4) Información sobre la remuneración de los miembros del consejo de administración y los directivos. Especialmente, la relación entre la retribución y los resultados de la empresa a largo plazo. Se considera una buena práctica entregar información relativa a cada uno de los consejeros por separados.
- 5) Información sobre los miembros del consejo de administración, incluidos sus historiales de trabajo, proceso de selección, cualificaciones y posibles conflictos de interés. En algunos países la legislación contiene obligaciones concretas para que los miembros del consejo de administración sean independientes. Los directores independientes pueden representar un contrapeso y voz de alerta frente a medidas que perjudiquen el interés social de los accionistas.
- 6) Con respecto a la protección de los derechos de todos los inversionistas, corresponde que se comuniquen los detalles de las operaciones con partes vinculadas y las condiciones en que se realizaron. Se debe incluir las entidades que controlan la empresa o se encuentren bajo control común con esta: los accionistas significativos, sus familiares y altos directivos. Las operaciones en las que participan los grandes accionistas (o familiares directos o indirectos) en forma directa o indirecta son potencialmente las más complicadas. En algunos países se obliga a los accionistas con un determinado porcentaje de acciones (a veces de 5% del capital) a informar sobre sus operaciones.
Se puede distinguir entre distintos tipos de operaciones con partes vinculadas en función de su relevancia y condiciones.
- 7) Se debe difundir información suficiente, exhaustiva y a tiempo que permita a los usuarios de información financiera y los agentes del mercado prever riesgos en relación: Riesgos del sector o las zonas geográficas en las que la empresa desarrolla su actividad, la dependencia de productos básicos, los riesgos del mercado financiero, incluidos los vinculados a los tipos de interés o las divisas; los asociados a los instrumentos derivados y las operaciones fuera de balance; los que se desprenden de las prácticas empresariales y los relacionados con el medio ambiente.
- 8) A veces se invita, otras, se obliga a las empresas a ofrecer información sobre cuestiones fundamentales que atañen a los empleados y a otros actores interesados y que puedan afectarles de manera significativa o influir sustancialmente en el resultado de la empresa. Por ejemplo, las relaciones entre la dirección y los empleados, incluido a lo relativo a la remuneración, la cobertura de la negociación colectiva y los sistemas de representación de los trabajadores.
- 9) Es esperable que las empresas comuniquen sus prácticas de gobierno corporativo en sus informes habituales. Se considera buena práctica hacer públicos los estatutos de la sociedad y el reglamento del consejo de administración y su estructura.

La información se debe elaborar y hacer pública siguiendo buenas prácticas en normas de contabilidad y presentación de informes financieros y de gestión. El objetivo de esto es aumentar la capacidad de los inversionistas para supervisar la sociedad y entregar una mejor visión de ésta.



La auditoría anual debe ser llevada a cabo por un auditor independiente, con arreglo de normas de alta calidad, para ofrecer a los consejeros y accionistas una garantía externa y objetiva de que los estados financieros reflejan adecuadamente la situación financiera y los resultados de la empresa en todos los aspectos sustanciales.

La comisión de auditoría u órgano equivalente supervisará las actividades de auditoría interna y la relación global con el auditor externo. Los auditores externos responden ante los accionistas y se comprometen a actuar con la debida diligencia.

Los canales para difundir información deben permitir a los usuarios a acceder a información pertinente de modo igualitario, oportuno y eficiente en términos de coste.

2.6 Las responsabilidades del consejo de administración.

“El marco para el gobierno corporativo debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección por parte del consejo y la rendición de cuentas ante la empresa y los accionistas.”³⁵

Las estructuras y procedimientos del consejo son altamente variables. En algunos países se sigue un sistema de dos niveles que atribuye la función de supervisión y la de gestión a dos órganos distintos. Por lo general, estos sistemas cuentan con un consejo de supervisión, formado por los miembros no ejecutivos del consejo, y un consejo de administración, compuesto exclusivamente por ejecutivos. Otros países disponen de consejos unitarios que congregan a miembros de ambos tipos.

El consejo es responsable de dirigir la estrategia corporativa, controlar los resultados de la dirección, ofrecer una rentabilidad adecuada a los accionistas, evitar conflictos de interés y lograr un equilibrio entre las exigencias contrapuestas que afronta la empresa.

Debe rendir cuentas a la corporación y sus accionistas y está obligado a trabajar en el mejor interés de los mismos. Además, se espera que aborde de manera imparcial los intereses de otros actores, como los trabajadores, acreedores, clientes, proveedores y comunidades locales.

Los miembros del consejo deben actuar con pleno conocimiento, de buena fe, con la diligencia y la atención debidas, y según los intereses de la empresa y los accionistas. Tienen el deber de diligencia y lealtad. La lealtad respalda los principios del tratamiento equitativo de los accionistas, la supervisión de operaciones con partes vinculadas y la definición de la política retributiva de los principales ejecutivos y consejeros. Aunque la empresa esté controlada por otra, el consejero contrae el deber de lealtad con la primera y no con la corporación que controla el grupo.

Cuando las decisiones del consejo afecten de manera diferente a distintos grupos de accionistas, debe dispensárseles un trato equitativo, porque el deber del consejo es hacia la empresa y sus accionistas, no a grupos con intereses particulares dentro de ella.

El consejo debe obrar en forma ética y tener en cuenta los intereses de los actores interesados. Es cada vez más común que se obligue a supervisar las estrategias de planificación fiscal y financiera

³⁵ OECD (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.p.51.



que la administración pueda adoptar, desincentivando actuaciones que no redunden en el interés a largo plazo de la empresa y sus accionistas.

El consejo debe desempeñar determinadas funciones clave, entre ellas:

- 1) Revisar y orientar la estrategia corporativa, los grandes planes de actuación, las tácticas y los procedimientos de gestión de riesgos, los presupuestos anuales y los planes de negocio; fijar objetivos en materia de resultados; realizar un seguimiento de la ejecución y cumplimiento por parte de la empresa; y supervisar la inversión en activo fijo, las adquisiciones y las desinversiones de mayor cuantía.
- 2) Controlar la eficacia de las prácticas de gobierno de la empresa e introducir los cambios necesarios.
- 3) Seleccionar, retribuir, controlar y, en los casos necesarios, sustituir a los ejecutivos clave y supervisar los planes de sucesión.
- 4) Adaptar la remuneración de los ejecutivos principales a los intereses a largo plazo de la empresa y sus accionistas. Se considera buena práctica incluir cláusulas de penalización y reembolso. De esta forma, cuando la dirección incurra en gestión fraudulenta u otras circunstancias, como, por ejemplo, cuando la empresa deba reformular sus estados financieros por incumplimiento sustancial de las normas de información contable, esta tenga derecho a retener y recuperar los pagos abonados a los directivos.
- 5) Garantizar la existencia de un proceso formal y transparente de propuestas y elección del consejo.
- 6) Controlar y gestionar los posibles conflictos de intereses entre la dirección, los miembros del consejo y los accionistas, incluido el uso indebido de activos corporativos y los abusos en las operaciones con partes vinculadas.
- 7) Garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la empresa, incluida la auditoría independiente, y la adopción de sistemas adecuados de control, en concreto, de gestión de riesgos, de control económico y operativo, y su adecuación a la legislación y a las normas pertinentes. Se aconseja que las empresas no solo creen, sino que además velen por la eficacia de los controles internos, la ética y los programas o las medidas para promover el cumplimiento de las leyes, reglamentos y normas, incluidas las leyes que tipifiquen el cohecho activo de funcionarios extranjeros.
- 8) Supervisar el proceso de información y las comunicaciones.

El consejo debe ser capaz de pronunciarse con objetividad sobre los asuntos de la empresa, para cumplir su deber de controlar el desempeño de la dirección, evitar los conflictos de interés y lograr un equilibrio entre las exigencias contrapuestas que se dan en la empresa. Para esto es imperativo que tenga independencia y objetividad con respecto a la dirección.

En aquellos países que se rigen por el sistema de un solo nivel, la objetividad del consejo y su independencia puede reforzarse con la segregación de los cargos de Gerente General y Presidente. Resulta buena práctica separar la presidencia del primer ejecutivo, pues contribuye a lograr un equilibrio adecuado de poder, mejora la rendición de cuentas y refuerza la capacidad del consejo de tomar decisiones con independencia de la dirección.



La manera de reforzar la objetividad del consejo depende, además, de la estructura de la propiedad de la empresa. Los accionistas dominantes acaparan poder suficiente como para nombrar al consejo y la dirección. Sin embargo, el consejo debe mantener su responsabilidad fiduciaria frente a la empresa y a todos los accionistas, incluso los minoritarios.

La diversidad de estructuras que puede asumir el consejo, los modelos de propiedad y las prácticas en cada país exigirán abordar la cuestión de la objetividad desde distintos enfoques. En muchos casos, requerirá que un número suficiente de consejeros no trabaje ni en la empresa ni en sus afiliados, y que no mantenga una relación estrecha ni con ella ni con la dirección por razón de vínculos económicos, familiares o de otro tipo.

- 1) Los consejos deben plantearse asignar un número suficiente de consejeros no ejecutivos, con capacidad para emitir juicios independientes sobre tareas cuando exista un posible conflicto de interés. Ejemplos de dichas responsabilidades claves son garantizar la integridad de la información financiera y no financiera, revisar las operaciones con partes vinculadas, proponer a los consejeros y ejecutivos clave, y fijar la retribución del consejo.
- 2) Los consejos deben estudiar la creación de comités especializados que le presten apoyo en el cumplimiento de sus funciones, en especial respecto de la auditoría y, según el tamaño y perfil de riesgo de la empresa, también respecto de la gestión de riesgos y las retribuciones. Una vez constituidos los comités, el consejo debe definir con claridad y comunicar el mandato, la composición y los procedimientos de trabajo.
- 3) Los consejeros deben estar en disposición de comprometerse de manera efectiva a cumplir con sus responsabilidades. La pertenencia a demasiados consejos puede afectar el desempeño de las funciones de los miembros en cuestión.
- 4) Los consejos deben realizar evaluaciones periódicas de sus resultados y valorar si disponen de la combinación adecuada de conocimientos y competencias.

Para poder cumplir con sus responsabilidades, los miembros del consejo deben tener acceso a información precisa, pertinente y oportuna.

Cuando los trabajadores estén obligatoriamente representados en el consejo, deben diseñarse mecanismos que faciliten el acceso a la información y la formación de sus representantes, de tal manera que esta representación sea efectiva y contribuya de manera óptima a mejorar las competencias, la información y la independencia del consejo. Cuando la ley o los convenios colectivos dispongan la representación de los trabajadores, o ésta se adopte de manera voluntaria, debe trasladarse a la práctica de tal manera que se contribuya a la independencia del consejo, así como a su competencia e información. Los representantes de los trabajadores deben compartir las mismas obligaciones y responsabilidades que el resto de los consejeros y actuar según los intereses de la empresa.



3 Derechos de los accionistas minoritarios en diferentes países

3.1 Chile

Información obtenida de “Chile Minority Shareholder Rights IBA Corporate and M&A Law Committee 2016”.

3.1.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

La Ley de Sociedades Anónimas de Chile, N ° 18.046³⁶ contiene muchos de los derechos y protecciones de los accionistas minoritarios en Chile. La Ley del Mercado de Valores de Chile N°18.045³⁷ (LMV) protege a las sociedades anónimas abiertas, que están sujetas a requisitos más estrictos. También se establecen reglas especiales emitidas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)^{38,39} que supervisa la conducta de las corporaciones públicas y su cumplimiento con las reglamentaciones aplicables, incluidas las que protegen los derechos de los accionistas minoritarios.

En conformidad con lo expresado por la LMV, las empresas con 500 o más accionistas o en las que 100 o más accionistas posean colectivamente al menos 10% del capital suscrito (excluyendo a los accionistas que poseen directamente o a través de otras entidades el 10% del capital suscrito) deben registrarse junto a sus acciones en el Registro de Valores de la CMF.

La mayoría de los derechos de los accionistas minoritarios son ejecutables directamente por ellos. Otras protecciones, específicamente en relación con las sociedades abiertas, pueden ser exigibles por la CMF, cuyo objetivo legal más amplio es regular la conducta del mercado.

3.1.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Chile, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

3.1.2.1 Accionistas con una participación porcentual del 33,34%

En una resolución de la junta de accionistas para enmendar los estatutos de una empresa debe aprobarse mediante una resolución especial que requiere la aprobación de la tenencia de los accionistas de al menos dos tercios de las acciones en circulación con derechos de voto⁴⁰.

³⁶ Puede encontrarse el texto completo en esta dirección: <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473>

³⁷ Puede encontrarse el texto completo en esta dirección: <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472>

³⁸ La CMF reemplaza la Superintendencia de Valores y Seguros en Chile desde enero de 2018

³⁹ La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) tiene entre sus objetivos principales velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública; además de velar porque las personas o entidades fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan. <http://www.cmfchile.cl>

⁴⁰ Artículo 67 de la Ley N ° 18.046



Cuando una sociedad tiene diferentes series de acciones, los accionistas que posean al menos un tercio de una clase particular de acciones pueden bloquear un cambio propuesto a los derechos vinculados a su clase de acciones.⁴¹

3.1.2.2 Accionistas con una participación porcentual del 5%

Los accionistas que representen al menos el 5% de las acciones emitidas y en circulación de una sociedad, de acuerdo al artículo 133 bis de la Ley N° 18.046, pueden presentar un reclamo en nombre de su empresa con respecto a una acción u omisión de un director que implique el incumplimiento de las leyes o reglamentos entregadas por la CMF, para ser indemnizado por daños a la corporación.

3.1.2.3 Accionistas con una participación porcentual mayor al 0%

Cualquier accionista de cualquier empresa tiene, entre otros, los siguientes derechos:

- Acceso a los estatutos y una lista de los accionistas de la corporación, con indicación de sus direcciones y el número de acciones que poseen.
- Acceso a los estados financieros y al informe anual de la administración sobre la empresa, durante los últimos cinco años fiscales, y los informes del auditor externo.
- Acceso a la sede de la corporación, dentro de los 15 días previos a la junta de accionistas, a los balances, inventarios, actas de las juntas de accionistas y directorio, libros contables e informes de auditores de la corporación y sus subsidiarias.⁴²

La ley general chilena sobre incumplimiento civil y mercantil de contrato dice que los accionistas pueden demandar a personas que hayan infringido la Ley N° 18.046 o sus reglamentos por daños y perjuicios por las pérdidas que se les causen. Los accionistas también pueden demandar a los miembros de la junta donde se alegue una acción fraudulenta o negligente.

Cuando el accionista controlador de una corporación pública adquiere el 95% o más de las acciones emitidas y en circulación de la corporación, cualquier accionista minoritario puede requerir que la corporación adquiera sus acciones⁴³.

Cualquier accionista puede exigir que la corporación adquiera sus acciones cuando cualquiera de los siguientes asuntos se aprueba en una junta de accionistas:

- Transformar la corporación;
- Fusionar la corporación;
- Disponer 50% o más de los activos corporativos;
- Otorgar garantías para los pasivos de terceros, cuando el monto exceda el 50% de los activos corporativos;
- Establecer acciones preferenciales o aumentar o modificar las preferencias existentes;
- Otros asuntos establecidos por la ley⁴⁴.

⁴¹ Artículo 67 de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile.

⁴² artículo 54 de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile

⁴³ Ley de Sociedades anónimas, artículo 71 bis.

⁴⁴ Artículo 69 de la Ley N° 18.046.



3.2 España

Información obtenida de “Spain Minority Shareholder Rights IBA Corporate and M&A Law Committee 2016”

3.2.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

Las leyes de España protegen a los accionistas minoritarios de diferentes maneras. Muchos de estos derechos y protecciones se encuentran en la Ley de Sociedades, Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio⁴⁵, que es la principal fuente de derecho para las empresas en el país. Hay lugares en los que las protecciones pueden ser modificadas por los estatutos de una empresa, por lo que la Ley de Sociedades siempre debe considerarse junto con los estatutos de la empresa en cuestión. La Ley de Sociedades se complementa con la Ley 3/2009, de 3 de abril de 2009⁴⁶, sobre cambios estructurales en las sociedades mercantiles, la Ley de Cambios Estructurales.

Las empresas abiertas (y las sociedades cotizadas en particular) están sujetas a requisitos aún más estrictos, como las protecciones obligatorias para los accionistas en las regulaciones sobre adquisiciones, contenidas casi por entero en los artículos 60 a 61 del cuarto de la Ley del Mercado de Valores, 1988, modificado por la Ley 6/2007, de 12 de abril y, más recientemente, por la Ley 1/2012, de 23 de junio⁴⁷ y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPA (Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).⁴⁸

Finalmente, los accionistas minoritarios pueden obtener protección de las disposiciones sobre delitos corporativos en los artículos 290 a 297 del Código Penal español.

3.2.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en España, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

3.2.2.1 La mayoría de los miembros afectados

En las sociedades anónimas cuando una resolución para reducir el capital con devolución de las contribuciones no afecte por igual a todas las acciones, requerirá una resolución separada de la mayoría de los accionistas interesados.⁴⁹

3.2.2.2 Más de un tercio

En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, un miembro o miembros que posean más de un tercio de los votos correspondientes a las cuotas en las que se divide el capital puede impedir que se adopten resoluciones sobre los siguientes asuntos: autorización a los administradores para

⁴⁵ Puede encontrarse el texto completo de esta ley en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>

⁴⁶ Puede encontrarse el texto completo de esta ley en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-5614-consolidado.pdf>

⁴⁷ Acceso a la ley en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/boe/dias/2012/06/23/pdfs/BOE-A-2012-8406.pdf>

⁴⁸ Acceso a la norma en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2007/BOE-A-2007-14483-consolidado.pdf>

⁴⁹ Ley de Sociedades, artículos 329 y 338.



competir; falta de aplicación o limitación del derecho de tanteo en los aumentos de capital; transformación, fusión, división, transferencia global de activos y pasivos y transferencia del domicilio social en el extranjero; y exclusión de miembros. Los artículos pueden requerir un porcentaje de votos favorables mayor que el anterior, pero no un voto unánime.⁵⁰

En las sociedades anónimas, los accionistas que representen más de un tercio del capital presente en persona o por delegación podrán evitar - cuando en segunda convocatoria estén presentes accionistas que representen un 25% o más pero menos del 50% del capital suscrito con derecho a voto - las resoluciones sobre las siguientes cuestiones de ser adoptadas: aumento o reducción de capital; cualquier otra enmienda a los estatutos; una emisión de bonos; la eliminación o limitación de los derechos de preferencia con respecto a nuevas acciones; transformación, fusión o división de la empresa o la transferencia global de activos y pasivos, o la reubicación de la oficina registrada fuera de España. Los estatutos pueden aumentar las mayorías.⁵¹

3.2.2.3 Porcentaje igual al que resulta de dividir el capital por el número de miembros del directorio

En una sociedad anónima, las acciones se agrupan voluntariamente para que representen una cantidad de capital mayor o igual a esa cantidad que resulta de dividir el monto total de capital por el número de miembros de la junta de los directores (la "Cuota") tendrán derecho a designar a aquellos directores que, excediendo fracciones completas, resulten de la proporción correspondiente (es decir, un director, si el monto del capital representado por las acciones agrupadas es mayor o igual que una Cuota pero menor que dos Cuotas, dos directores, si el monto es mayor o igual que dos Cuotas, pero menor que tres Cuotas, y así sucesivamente). Cuando se ejerce este derecho, las acciones agrupadas no participarán en la votación de los demás miembros de la junta.⁵²

3.2.2.4 Accionistas con una participación porcentual del 25%

El aplazamiento de una junta general puede decidirse a propuesta de un número de miembros que representan un cuarto del capital presente en la reunión.⁵³

Los administradores no pueden negarse a revelar cualquier información solicitada por los miembros en relación con el orden del día de una junta general (con el argumento de que dicha divulgación sería perjudicial para los intereses de la empresa) si la solicitud es apoyada por miembros que representan al menos el 25 % de capital. Para las sociedades anónimas los artículos pueden especificar un porcentaje menor, siempre que sea más del cinco por ciento del capital.⁵⁴

⁵⁰ Ley de Sociedades, artículos 199 y 200.

⁵¹ Ley de Sociedades, artículo 201.

⁵² Artículo 243 de la Ley de Sociedades.

⁵³ Ley de Sociedades, artículo 195.

⁵⁴ Artículos 196 y 197 de la Ley de Sociedades.



3.2.2.5 Accionistas con una participación porcentual del 5%, (3 en el caso de compañías cotizadas, sólo SA)

Cualquier miembro que haya votado en contra de una resolución relevante y represente al menos el cinco por ciento del capital puede entablar una acción por responsabilidad contra los controladores de la compañía, las personas que son miembros al momento de resolver un aumento de capital y aquellos que adquieren intereses en concepto de contribuciones no monetarias, con respecto a la existencia de contribuciones no monetarias y el valor atribuido a las mismas⁵⁵.

Los administradores deben convocar a una junta general a solicitud de uno o más miembros que representen al menos el cinco por ciento del capital, y la solicitud debe indicar los asuntos que deben considerarse.⁵⁶

En una sociedad anónima, como señalan los artículos 172 y 519 de la Ley de Sociedades, los accionistas que representen al menos el cinco por ciento del capital pueden solicitar la publicación de un complemento a la convocatoria de una junta general de accionistas agregando uno o más puntos a la agenda. En las sociedades cotizadas, este derecho solo se aplica a las juntas generales ordinarias (aquellas que se celebran dentro de los primeros seis meses de cada ejercicio para aprobar la gestión, las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la asignación de beneficios).

En las sociedades de responsabilidad limitada, de acuerdo a la Ley de Sociedades, artículo 203, los administradores deben requerir la presencia de un notario para que este último redacte el acta de la junta general si así lo solicitan miembros que representen al menos el cinco por ciento del capital. Las tarifas notariales serán pagadas por la compañía.

Ley de Sociedades, artículo 238, explica que los miembros que representen al menos el cinco por ciento del capital pueden oponerse a que la junta general resuelva o renuncie a entablar una acción corporativa por responsabilidad (en defensa del interés corporativo) de los administradores.

El artículo 239 de la Ley de Sociedades, señala que los miembros que representen al menos el cinco por ciento del capital pueden iniciar acciones corporativas contra los administradores de la compañía en defensa del interés corporativo cuando los administradores no convoquen una junta general solicitada para tal fin, cuando la empresa no la presente dentro del plazo de un mes a partir de la fecha de adopción de la resolución correspondiente, o cuando esté en contra de exigir responsabilidad. Estos miembros también pueden ejercer directamente esta acción corporativa de responsabilidad cuando se basa en un incumplimiento del deber de lealtad, sin necesidad de someter la decisión a la junta general.

La Ley de Sociedades, artículo 265, dice que en aquellas empresas que no están legalmente obligadas a presentar sus cuentas anuales para ser auditadas, los miembros que representen al menos el cinco por ciento del capital pueden solicitar al Registrador Comercial que designe un auditor las cuentas anuales de un año financiero en particular, a costo de la compañía.

⁵⁵ Artículo 74 de la Ley de Sociedades.

⁵⁶ Artículo 168 de la Ley de Sociedades.



En relación con las empresas de interés público los accionistas que representen el cinco por ciento o más del capital pueden solicitar al juez que revoque al auditor designado por la junta general o por el Registrador Comercial y designar otro auditor, cuando exista causa justa.⁵⁷

Los liquidadores de una sociedad anónima pueden ser removidos por decisión del Secretario de la Corte o Registrador Comercial, si existe una causa justa, a solicitud de los accionistas que representen el cinco por ciento del capital.⁵⁸

En la liquidación de una Sociedad anónima, los accionistas que representen el cinco por ciento del capital pueden solicitar al Secretario del Tribunal o al Registrador Comercial que designen un auditor para supervisar la liquidación.⁵⁹

3.2.2.6 Accionistas con una participación porcentual del 3%

En las empresas que cotizan en bolsa, de acuerdo a la Ley de Sociedades, artículo 497 los accionistas que tengan un interés de al menos el tres por ciento del capital tienen derecho a obtener, a fin de facilitar su comunicación para ejercer sus derechos y una mejor defensa de sus intereses comunes, información sobre los accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto.

La Ley de Sociedades, artículo 519, norma que, en las empresas que cotizan en bolsa, los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital pueden presentar resoluciones propuestas sobre asuntos ya incluidos o que deberían incluirse en la agenda de una reunión ya convocada.

3.2.2.7 Accionistas con una participación porcentual del 1%

El artículo 203 de la Ley de Sociedades señala que, en las sociedades anónimas, los administradores deben exigir la presencia de un notario para que éste redacte el acta de la junta general si así lo solicitan accionistas que representen al menos el uno por ciento del capital. Las tarifas notariales serán pagadas por la compañía.

La Ley de Sociedades, artículo 206, dice que, excepto cuando las resoluciones son contrarias al orden público (en cuyo caso no existe tenencia mínima), los miembros que representen al menos el uno por ciento del capital (una milésima en el caso de las empresas cotizadas) pueden impugnar las resoluciones corporativas. Los artículos pueden reducir este porcentaje y, en cualquier caso, los accionistas que no lo logren tendrán derecho a compensación por cualquier daño que les cause la resolución impugnada.

La Ley de Sociedades, artículo 251, expresa que, los miembros que representen el uno por ciento del capital (una milésima en el caso de las empresas que cotizan en bolsa) pueden impugnar las resoluciones del consejo de administración o de cualquier otro organismo colegiado de la administración.

⁵⁷ Ley de Sociedades, artículo 266.

⁵⁸ Artículo 380 de la Ley de Sociedades.

⁵⁹ Ley de Sociedades, artículo 381.



3.2.2.8 Accionistas con una participación de una milésima del capital

La Ley de Sociedades, artículos 179 y 521 bis dice que, en las sociedades anónimas, los artículos pueden requerir, con respecto a todas las acciones, la posesión de un número mínimo para asistir a las juntas generales, pero en ningún caso el número requerido puede ser mayor a un milésimo del capital de la compañía. Sin embargo, en las empresas cotizadas, los artículos no pueden requerir la posesión de más de mil acciones para asistir a juntas generales.

3.2.2.9 Accionistas con una acción

El Código Penal español, artículos 290 a 297 dicen que cualquier miembro ofendido puede denunciar cualquiera de los delitos corporativos contemplados en el Código Penal español.

Cualquier miembro de una sociedad de responsabilidad limitada puede examinar el libro de registro de los miembros y obtener la certificación de las cuotas ingresadas en su nombre.⁶⁰

Cualquier accionista de una Sociedad anónima que lo solicite puede examinar el libro de acciones nominativas y hasta que los certificados de las acciones registradas hayan sido impresos y entregados, tiene derecho a obtener un certificado de los registrados a su nombre.⁶¹

Si la junta general ordinaria o las juntas generales contempladas en los estatutos no son convocadas dentro de los términos correspondientes establecidos por la ley o los artículos, podrán ser convocadas a petición de cualquier miembro, después de escuchar a los administradores, por el Secretario del Tribunal o el Secretario Registrador para la oficina registrada de la compañía.⁶²

Una reunión solo puede celebrarse sin convocatoria previa cuando todo el capital está presente y los asistentes aceptan por unanimidad la celebración de la reunión.⁶³

La Ley de Sociedades, artículo 190, señala que cualquier miembro puede impugnar cualquier resolución en la que el voto de un miembro o miembros involucrados en un conflicto de intereses haya sido decisivo.

Los artículos 196 y 197 de la Ley de Sociedades norman que cualquier miembro puede solicitar por escrito, antes de una reunión general, o de manera oral durante la reunión, la información o las aclaraciones que considere necesarias en relación con los puntos incluidos en la agenda.

Cualquier miembro, como consta en la Ley de Sociedades, artículo 206, puede impugnar resoluciones corporativas que son contrarias al orden público.

Cualquier miembro puede entablar una acción individual por responsabilidad contra los administradores con respecto a aquellos actos de los administradores que dañen directamente sus intereses.⁶⁴

⁶⁰ Artículo 105 de la Ley de Sociedades.

⁶¹ Ley de Sociedades, artículo 116.

⁶² Artículo 169 de la Ley de Sociedades.

⁶³ Artículo 178 de la Ley de Sociedades.

⁶⁴ Artículo 241 de la Ley de Sociedades.



Cuando un aumento de capital debe llevarse a cabo mediante el aumento del valor nominal de las cuotas o acciones, es necesario el consentimiento de todos los miembros, excepto cuando se realiza sin ganancias o reservas.⁶⁵

En los aumentos de capital con la emisión de nuevas cuotas o nuevas acciones, sin aportes en efectivo, cada miembro tiene derecho a asumir un número de cuotas o suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las que posee. En las sociedades anónimas, los accionistas tienen el mismo derecho sobre la emisión de bonos convertibles.⁶⁶

En las sociedades de responsabilidad limitada, cuando la resolución de reducir el capital con el retorno de las contribuciones no afecta por igual todas las cuotas, requerirá el consentimiento individual de los titulares de esas cuotas.⁶⁷

Los miembros que no votan a favor de los siguientes acuerdos tienen derecho a retirarse de la compañía (y por lo tanto transferir sus acciones o cuotas a la compañía o hacer que se cancelen, contra su valor razonable): reemplazo o modificación sustancial al propósito corporativo; extensión de la duración de la empresa; reactivación de la empresa; creación o enmienda o liberación anticipada de la obligación de rendir rendimientos auxiliares; transformación de la empresa; transferencia del domicilio social en el extranjero; y (a partir del 31 de diciembre de 2016, a partir del quinto año financiero posterior al registro de la compañía en el Registro Mercantil y excepto a las sociedades cotizadas) la junta general no resolvió distribuir al menos un tercio de las ganancias obtenidas durante el ejercicio anterior y legalmente distribuible. En las sociedades de responsabilidad limitadas, la enmienda a las reglas para la transferencia de cuotas también da derecho a retirarse. Los artículos pueden establecer motivos adicionales para la retirada (que requerirá el consentimiento de todos los miembros).⁶⁸

En el caso de una sociedad anónima europea, los miembros de las empresas que promueven la formación de una empresa europea holding que votó en contra de la resolución de la formación pueden retirarse de su empresa.

No se pueden incluir motivos de exclusión de los miembros en los estatutos, ni los que hasta ahora figuraban en ellos pueden ser excluidos o enmendados sin el consentimiento de todos los miembros.⁶⁹

Cualquier miembro que vote a favor de una resolución para excluir a otro miembro puede entablar una acción de exclusión en nombre de la compañía si la empresa no lo ha hecho dentro del plazo de un mes después de la fecha de adopción de la resolución.⁷⁰

⁶⁵ Ley de Sociedades, artículo 296.

⁶⁶ Artículos 304 y 416 de la Ley de Sociedades.

⁶⁷ Artículo 329 de la Ley de Sociedades.

⁶⁸ Ley de Sociedades, artículos 346, 347 y 348 bis, la Ley de Cambios Estructurales, la Ley de Sociedades, artículo 473.

⁶⁹ Ley de Sociedades, artículo 351.

⁷⁰ Artículo 352 de la Ley de Sociedades.



Los administradores deben convocar una junta general para cerrar la empresa o iniciar un procedimiento de insolvencia siempre que un miembro así lo solicite. Si la reunión no se convoca o se celebra o no adopta ninguna de las resoluciones anteriores, cualquier miembro puede solicitar la liquidación de la empresa ante el tribunal mercantil de la oficina registrada.⁷¹

3.3 Alemania

Información obtenida de “Germany Minority Shareholder Rights IBA Corporate and M&A Law Committee 2016”.

3.3.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

Las leyes de la República Federal de Alemania prevén la protección de los accionistas minoritarios en una sociedad anónima alemana (Aktiengesellschaft, AG) y en una sociedad de responsabilidad limitada alemana (Gesellschaft mit beschränkter Haftung, GmbH) de diferentes maneras.

La fuente principal de los derechos y protecciones de los accionistas minoritarios son principalmente la Ley de la Sociedad Anónima alemana (Aktiengesetz, AktG), la Ley alemana de sociedades de responsabilidad limitada (Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, GmbHG), la Adquisición alemana de valores y Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) y la Ley alemana de reorganización de empresas (Umwandlungsgesetz, UmwG).

Sin embargo, algunas normas legales de protección pueden ser modificados en los estatutos de la compañía a favor de los accionistas mayoritarios; dicha modificación generalmente requiere la aprobación del accionista del 75% o más.

La jurisprudencia alemana es también una fuente de protección para accionistas minoritarios.

Finalmente, las sociedades cotizadas y sus accionistas que superan ciertos umbrales en sus participaciones están sujetos a una serie de requisitos adicionales, en particular en el ámbito de divulgación y transparencia, que se promulgan principalmente en la Ley alemana de Comercio de Valores (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG).

En pocas palabras, los accionistas minoritarios deben hacer valer sus derechos individualmente. En la medida en que la dirección de la empresa esté supervisada por un consejo de supervisión, su control de la gestión también puede implicar la protección de los accionistas minoritarios. Como mínimo, el cumplimiento adecuado de las obligaciones de divulgación por parte de las sociedades cotizadas está regulado públicamente, es decir, por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), que también beneficia a los accionistas minoritarios.

⁷¹ Artículos 365 y 366 de la Ley de Sociedades.



3.3.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Alemania, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

3.3.2.1 Accionistas con una participación porcentual del 25%

Los accionistas minoritarios pueden evitar: modificaciones a los artículos de las asociaciones⁷², la obligación de transferir todos los activos de la compañía⁷³, aumentos de capital y autorizaciones para crear capital contingente o autorizado⁷⁴, disminuciones de capital con la excepción de reducciones de capital simplificadas⁷⁵, la celebración o modificación de acuerdos de dominación y /o transferencia de ganancias y pérdidas⁷⁶, medidas de reestructuración, como cambios en la forma legal, fusiones y escisión⁷⁷, la venta de activos, medidas de mediatización de su influencia en los activos de la empresa y casos similares⁷⁸.

3.3.2.2 Accionistas con una participación porcentual del 10%

El squeeze-out relacionado con fusiones requiere un accionista mayoritario que posea el 90% del capital social; por lo tanto, imposible si los accionistas restantes tienen más del 10%⁷⁹.

Los accionistas minoritarios pueden solicitar la designación judicial de un representante especial para reclamar una indemnización, si la junta general acordó previamente la afirmación de los reclamos⁸⁰.

Los accionistas minoritarios pueden solicitar una votación por separado sobre el despido de los miembros de la junta ejecutiva y de supervisión⁸¹.

Los accionistas minoritarios pueden exigir una resolución sobre la propuesta de elección para los miembros del consejo de supervisión hecha por un accionista antes de la resolución sobre las propuestas hechas por el consejo de supervisión⁸².

Los accionistas minoritarios pueden evitar la renuncia o la liquidación de reclamaciones por daños y perjuicios contra miembros de la junta⁸³.

Los accionistas minoritarios pueden contradecir la renuncia o la resolución de reclamaciones contra los fundadores y los miembros del consejo de administración y supervisión⁸⁴.

⁷² Sección. 179 párrafo. 1, 2 AktG, sección. 53 GmbHG

⁷³ Sección. 179a párrafo. 1 AktG

⁷⁴ Sección. 182 y siguientes., 192 y siguientes., 202 y siguientes. AktG, sección. 55 y siguientes. GmbHG

⁷⁵ Sección. 222 y siguientes. AktG, sección. 58 y siguientes. GmbHG

⁷⁶ Sección. 291 y siguientes. AktG

⁷⁷ En concordancia con el Acta de Reorganización de las Compañías (UmwG).

⁷⁸ Holzmüller/Gelatine caso de jurisprudencia

⁷⁹ Sección. 62 párrafo. 5 UmwG

⁸⁰ Sección. 147 párrafo. 2 AktG

⁸¹ Sección. 120 párrafo. 1 AktG

⁸² Sección. 137 AktG

⁸³ Sección. 93 párrafo. 4 s. 3 AktG

⁸⁴ Sección. 50 s. 1 AktG



Los accionistas minoritarios de una GmbH pueden solicitar una convocatoria de una junta de accionistas y complementa una agenda para una junta de accionistas⁸⁵.

Los accionistas minoritarios de una GmbH pueden solicitar un nombramiento judicial o el despido de un liquidador por una buena causa⁸⁶.

3.3.2.3 Accionistas con una participación porcentual del 5%

Los accionistas minoritarios de un AG pueden solicitar la convocatoria de una junta general y suplementos a la agenda de la reunión general⁸⁷.

Los accionistas minoritarios pueden exigir que el tribunal designe o destituya al liquidador por una buena causa⁸⁸.

Exclusión general solo si el accionista principal tiene el 95%; por lo tanto, imposible si los accionistas restantes tienen más del 5%⁸⁹.

Squeeze out según la ley de adquisición solo si el postor posee directamente el 95%⁹⁰.

Los accionistas minoritarios pueden requerir una decisión judicial sobre la sustitución de los auditores⁹¹.

3.3.2.4 Accionistas con una participación porcentual del 1%

Los accionistas minoritarios pueden obtener un nombramiento judicial o el reemplazo de un auditor especial⁹².

Los accionistas minoritarios pueden obtener la admisión judicial de reclamos de responsabilidad por el pago a la compañía⁹³.

Los accionistas minoritarios pueden obtener el nombramiento judicial de auditores especiales para la infravaloración inadmisibles de los elementos de los estados financieros anuales⁹⁴.

⁸⁵ Sección. 50 GmbHG

⁸⁶ Sección. 66 párrafo. 2 GmbHG

⁸⁷ Sección. 122 AktG

⁸⁸ Sección. 265 párrafo. 3 AktG

⁸⁹ Sección. 327a y siguientes. AktG

⁹⁰ Sección. 39a párrafo. 1 WpÜG

⁹¹ Sección. 318 párrafo. 3 HGB

⁹² Sección. 142 párrafo. 2, 4 AktG

⁹³ Sección. 148 AktG

⁹⁴ Sección. 258 AktG



3.3.2.5 Accionistas con una acción

Los accionistas minoritarios pueden evitar el establecimiento de obligaciones adicionales para los accionistas⁹⁵. Tienen derecho a suscribirse para nuevas acciones⁹⁶ y a apelar resoluciones de la junta general o de accionistas⁹⁷.

3.4 Inglaterra y Gales

Información obtenida de “IBA guide minority shareholder rights England and Wales”.

3.4.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

Las leyes de Inglaterra y Gales protegen a los accionistas minoritarios de diferentes maneras. Muchos de los derechos y protecciones se encuentran en la Ley de Compañías de 2006, que es la principal fuente de derecho para las empresas en el Reino Unido. En varios lugares, las protecciones están sujetas a modificación en los estatutos de las empresas, por lo que la Ley de 2006 siempre debe considerarse junto con los estatutos de la empresa en cuestión.

Las empresas públicas (y las empresas cotizadas en particular) están sujetas a requisitos aún más estrictos. Estos van desde protecciones obligatorias para los accionistas en las Reglas de cotización, Divulgación y Reglas de transparencia (DTR) y - sujeto a la posibilidad de excepciones y exenciones - del Código de adquisición, a aquellas donde el cumplimiento solo se recomienda en el contexto de la práctica del inversor, tales como con la Declaración de Principios del Grupo de Predemption.

Los accionistas minoritarios pueden obtener protección de una serie de normas de derecho común que a menudo operan cuando las disposiciones legales no dicen nada sobre un tema en particular. Aunque no es común ver la jurisprudencia como fuente primaria de los derechos de los accionistas minoritarios, no obstante, debe prestarse la debida atención junto con las diversas fuentes estatutarias.

Debido a la gama tan variada de fuentes, la cuestión de quién aplica estos derechos dependerá de la naturaleza y el propósito del derecho en cuestión. Por ejemplo, algunas de las protecciones en virtud de la Ley de 2006 son exigibles por el accionista minoritario porque están destinadas a corregir problemas de equilibrio de poder, mientras que ciertas reglas aplicables a las empresas públicas pueden brindar protección a este tipo de accionistas, pero son ejecutables por la Conducta Financiera Autoridad como el objetivo legislativo más amplio es regular la conducta del mercado.

3.4.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Inglaterra y Gales, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

⁹⁵ Sección. 180 párrafo. 1 AktG

⁹⁶ Sección. 186 párrafo. 1 AktG

⁹⁷ Sección. 245 no. 1 y 2 AktG



3.4.2.1 Accionistas con una participación porcentual del 25%

Una resolución en una junta general para aprobar una enmienda a los artículos de la compañía debe ser aprobada por una resolución especial (que requiere que al menos el 75% de los accionistas elegibles presentes y votantes en la reunión voten a favor)⁹⁸.

Por lo tanto, la modificación puede ser bloqueada por los accionistas que representan más del 25% de los accionistas elegibles presentes y votantes.

En términos más generales, los accionistas con al menos el 25% de los derechos de voto de la compañía pueden bloquear resoluciones especiales sobre cuestiones tales como la no aplicación de los derechos de suscripción preferente y la reinscripción de una empresa privada como pública⁹⁹.

3.4.2.2 Accionistas con una participación porcentual del 15%

Cuando una empresa tiene diferentes clases de acciones, si los derechos vinculados a una clase son variados, los accionistas que posean al menos el 15% de esa clase de acciones pueden solicitar al tribunal que se cancele la variación¹⁰⁰.

3.4.2.3 Accionistas con una participación porcentual del 15%

Los accionistas que posean al menos el 5% de los derechos de voto desembolsados pueden requerir que los directores convoquen a una junta general. Los accionistas que solicitan una reunión también pueden solicitar que se presente una resolución particular antes de la reunión¹⁰¹.

Se requiere que los directores bajo este procedimiento convoquen una junta general dentro de los 21 días de la fecha de la solicitud, y la reunión se realizará a más tardar 28 días después de que hayan notificado la convocatoria de la reunión.

Si los directores no cumplen con esto, los accionistas que inicialmente solicitaron la reunión (o aquellos que posean más de la mitad de los derechos de voto de esos accionistas) pueden convocar una reunión general ellos mismos.

Si no es práctico convocar una reunión de la manera habitual en virtud de la Ley de Compañías de 2006 o los artículos de la compañía, un tribunal puede (por sí solo o por solicitud de un director o accionista) ordenar que se convoque y celebre una reunión.

Los accionistas que posean al menos el 5% del valor nominal de las acciones que otorguen el derecho de voto en una reunión determinada, pueden objetar que se dé un aviso breve de dicha reunión¹⁰².

⁹⁸ Companies Act 2006 ss.21(1), 283

⁹⁹ Companies Act 2006 s.283(1) and ss.90(1), 570, 571

¹⁰⁰ Companies Act 2006 s.633

¹⁰¹ Companies Act 2006 s.303(2) s.303(4) s.304(1)s.305(1) s.306

¹⁰² Companies Act 2006 s.307(6)(b)



Los accionistas con al menos el 5% de los derechos a voto en una resolución en la junta general anual de una empresa abierta, pueden requerir que la empresa notifique la resolución a los accionistas¹⁰³.

Este derecho también puede ser ejercido por al menos 100 accionistas con derecho a voto sobre la resolución, habiendo pagado (en promedio) al menos £ 100 cada uno.

Cuando una empresa pública desea volver a registrarse como una empresa privada, los accionistas que tengan no menos del 5% en valor nominal del capital accionario de la compañía (o al menos 50 de los accionistas de la compañía) pueden solicitar al tribunal que cancele la resolución para registrar la compañía¹⁰⁴.

3.4.2.4 *Accionista con una acción*

Un accionista, que ha tenido sus acciones durante al menos seis de los últimos dieciocho meses, puede solicitar al tribunal que busque una liquidación de la compañía (es decir, la disolución de la compañía) cuando el tribunal pueda estar seguro de que sería "justo y equitativo" hacerlo. Esto puede incluir:

- La compañía no puede tomar decisiones porque se encuentra en una situación de estancamiento.
- Ha habido una mala gestión.
- Las partes han sido excluidas de la administración de la compañía.

En general, el tribunal solo emitirá una orden para cerrar una empresa en la que los accionistas solicitantes no tengan otros recursos disponibles¹⁰⁵.

Los artículos de una empresa rigen los derechos de los accionistas a inspeccionar los libros legales de la compañía, sujetos a ciertos derechos mínimos de inspección legal.

Cualquier accionista tiene derecho a inspeccionar información como el registro de directores, registros de resoluciones y reuniones de accionistas, documentos relacionados con la recompra de acciones y el registro de miembros de la compañía.

A partir de la primavera de 2016, las empresas deberán mantener y poner a disposición del público un registro de personas que tengan "control significativo" en la empresa (como personas que posean al menos el 25% de las acciones de la empresa);

Cualquier accionista puede exigir una copia de las últimas cuentas anuales de la empresa, el informe de los directores y el informe de auditoría. Sin embargo, a los accionistas se les debe enviar una copia de las cuentas e informes anuales de la compañía para cada año financiero, en cualquier caso.

¹⁰³ Companies Act 2006 s.338

¹⁰⁴ Companies Act 2006 s.98

¹⁰⁵ Insolvency Act 1986 ss.122(g),124 (2) and 125(2)



La declaración anual y las cuentas legales y las notas que la acompañan son documentos disponibles públicamente¹⁰⁶.

Los accionistas pueden presentar un reclamo (conocido como reclamo "derivado") en nombre de la empresa con respecto a un acto u omisión real o propuesto por un director que implique negligencia; por defecto; incumplimiento de deber; o abuso de confianza. Estas acciones son muy raras¹⁰⁷.

Cualquier accionista puede presentar una solicitud al tribunal sobre la base de que una acción (o acción propuesta) de la compañía es injustamente perjudicial para los intereses de los accionistas en general o para algunos de ellos (incluido, al menos, el solicitante). El tribunal tiene amplios poderes para otorgar una variedad de recursos¹⁰⁸.

Cuando se recibe una oferta de adquisición en relación con todas las acciones de una empresa, y las acciones adquiridas ascienden al 90% o más del valor de las acciones con derecho a voto en la empresa (y tienen el 90% o más de los derechos de voto), cualquier El accionista que no haya aceptado la oferta puede requerir que el oferente adquiera sus acciones¹⁰⁹.

Si una empresa ha dejado de operar y ha sido eliminada del registro, cualquier accionista puede solicitar al tribunal que la compañía se restaure al registro. Esto debe hacerse dentro de los seis años de haber sido expulsado¹¹⁰.

Cuando se ha emitido una resolución especial para modificar los estatutos de la compañía, cualquier accionista puede solicitar al tribunal que se anule la resolución si no es en beneficio de la empresa en su conjunto¹¹¹.

3.5 Estados Unidos

Información obtenida de "USA Minority Shareholder Rights IBA Corporate and M&A Law Committee 2016".

3.5.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

Los accionistas minoritarios de compañías constituidas en los Estados Unidos derivan sus derechos de la ley legal y común del estado en el que está incorporada la compañía (a menudo el estado de

¹⁰⁶ Companies Act 2006 ss.116, 162(5), 358(3), 696, 699, 702, 720(4) Small Business, Enterprise and Employment Act 2015 ss.81-83

Companies Act 2006 ss.431, 423

¹⁰⁷ Companies Act 2006 s.260

¹⁰⁸ Companies Act 2006 ss.994 and 996

¹⁰⁹ Companies Act 2006 s.983

¹¹⁰ Companies Act 2006 s.1029(1)(h)

¹¹¹ Common law



Delaware¹¹²); de los estatutos o carta constitutiva de la compañía; las leyes federales de valores de EE. UU., y las reglas y regulaciones de la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC). Para compañías con valores de renta variable cotizados en una bolsa de valores de los EE. UU. (como la Bolsa de Nueva York ("NYSE") o Nasdaq), las reglas de esas instancias.

Un principio clave de la ley corporativa de muchos estados es que los asuntos internos de una empresa se rigen por las leyes del estado en el que se incorpora, independientemente de si opera ahí o en cualquier otra jurisdicción. Los estatutos estatales, como la Ley General de Corporaciones de Delaware (DGCL) y las decisiones judiciales, son las fuentes principales de la ley con respecto a la protección de los accionistas minoritarios y, en general, gobiernan los poderes relativos, derechos y responsabilidades de los directores, funcionarios y accionistas. La DGCL es, en muchos aspectos, un estatuto habilitante, ya que establece reglas de gobierno predeterminadas que pueden modificarse en los documentos organizacionales de una compañía, sujetos a ciertos límites.

Las leyes federales de valores de EE. UU. establecen normas que rigen las emisiones, ventas y compras de valores por parte de emisores e inversores, los requisitos de divulgación y gobernanza para las empresas con valores que cotizan en bolsa o son ampliamente exigibles, requisitos de divulgación para algunos de sus accionistas y una variedad de otros asuntos relacionados con valores. Los principales estatutos federales de valores de los EE. UU. son la Securities Act de 1933 y la Securities and Exchange Act de 1934 (la Exchange Act), modificada a lo largo de los años, en particular por Williams Act, Sarbanes-Oxley Act y Dodd-Frank Acto. La SEC ha promulgado normas y reglamentos en virtud de estos estatutos, y existe un conjunto de decisiones judiciales y guías de la SEC que interpretan las disposiciones legales y las reglas de la SEC.

Las empresas cotizadas en la bolsa deben cumplir con los requisitos de esa bolsa, que también establecen los requisitos de divulgación y gobierno para las sociedades abiertas, así como las normas sobre la aprobación de ciertas emisiones de acciones.

La naturaleza de la propiedad de las sociedades anónimas en los Estados Unidos difiere de la de muchas otras jurisdicciones. Hay pocas empresas con accionistas controladores o una propiedad significativa de fundadores o familias, con algunas excepciones notables. Las instituciones que invierten en nombre de inversores subyacentes, fondos de pensiones, etc. poseen una parte significativa de las acciones de la mayoría de las empresas que cotizan, y aunque estas instituciones están cada vez más activas en el gobierno de las empresas, por lo general no buscan ejercer influencia directa sobre el gobierno de una corporación en la misma medida que un accionista controlador. Debido a este contexto, las leyes federales y estatales de EE. UU. y las reglas de cotización de las bolsas estadounidenses generalmente están más enfocadas en proteger a los accionistas regulando la divulgación y la relación entre el directorio y los accionistas en lugar de establecer un marco para compañías y accionistas minoritarios.

Las reglas descritas se pueden aplicar de varias maneras. Los accionistas y otras partes privadas pueden entablar un litigio de conformidad con las leyes corporativas estatales y las leyes federales

¹¹² Este resumen generalmente se enfocará en la ley corporativa del estado de Delaware porque la mayoría de las compañías públicas de Estados Unidos están incorporadas allí y muchos otros estados tienden a seguir la ley corporativa de Delaware.



de valores; en el caso de algunas demandas de derecho corporativo estatal, la compañía tiene la primera oportunidad de presentar el reclamo, y los accionistas pueden presentar el reclamo en nombre de la empresa solo si se cumplen los requisitos para los reclamos "derivados". La SEC puede investigar y entablar procedimientos de cumplimiento respecto de las violaciones de las leyes federales de valores y, en casos excepcionales, de las reglas de cotización bursátil. Las bolsas de valores pueden hacer cumplir sus reglas de cotización.

3.5.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Estados Unidos, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

3.5.2.1 Accionistas con participación de la mayoría de las acciones en circulación

El voto afirmativo de la mayoría de las acciones en circulación con derecho a voto es el estándar predeterminado requerido para aprobar enmiendas al certificado de incorporación, fusiones y ventas de la corporación de todos o sustancialmente todos los activos de una corporación¹¹³.

Sin embargo, si una entidad posee el 90% o más de las acciones de otra corporación, una fusión entre esas entidades no requerirá la aprobación de los accionistas de la subsidiaria¹¹⁴.

El estándar predeterminado para la eliminación de directores es la mayoría de las acciones con derecho a voto en una elección de directores¹¹⁵.

El estándar predeterminado para el quórum en una junta de accionistas es la mayoría de las acciones con derecho a voto, presentes en persona o representadas por poder¹¹⁶.

3.5.2.2 La mayoría de las acciones con voto

Excluyendo la elección de directores y asuntos que requieren el voto de la mayoría de las acciones en circulación por ley, la regla predeterminada para aprobar asuntos sometidos a votación de los accionistas (incluyendo enmiendas a los estatutos) es el voto afirmativo de la mayoría de las acciones presentes en persona o representado por poder en la junta de accionistas y con derecho a votar sobre el tema¹¹⁷.

Sujeto a ciertas excepciones, las reglas de cotización de New York Stock Exchange y Nasdaq requieren un voto de los accionistas en relación con ciertas emisiones de capital que involucren el 20% o más de las acciones ordinarias o el poder de voto de un emisor, emisiones a partes relacionadas (incluidos accionistas importantes) y emisiones que resultarán en un cambio de control. El estándar de votación para estas aprobaciones es la mayoría de los votos emitidos en la junta de accionistas¹¹⁸.

¹¹³ DGCL §§ 242(b),m251(c) and 271(a)

¹¹⁴ DGCL § 253

¹¹⁵ DGCL § 141(k)

¹¹⁶ DGCL § 216

¹¹⁷ DGCL § 216(2)

¹¹⁸ Reglas de listado de NYSE y Nasdaq



3.5.2.3 Pluralidad

El estándar predeterminado para la elección de directores es una pluralidad de los votos de las acciones presentes en persona o representados por poder en la junta de accionistas y con derecho a votar en la elección de directores. Bajo este estándar, los nominados que obtienen la mayoría de los votos son elegidos hasta que se llena la junta. Por lo tanto, incluso un solo voto a favor de un candidato resultará en que esa persona sea elegida en una elección no impugnada¹¹⁹.

Sin embargo, la mayoría de las compañías públicas han cambiado a un estándar de votación mayoritario en las elecciones de directores no impugnadas.

3.5.2.4 Accionistas con una participación de 1% o \$2.000

Se requiere que una compañía incluya en su declaración indirecta una propuesta de accionista elegible presentada por un accionista elegible (que haya poseído al menos \$ 2,000 o 1% de valores con derecho a votar la propuesta durante al menos un año en la fecha en que se presente la propuesta y continúa siendo dueño de dichos valores hasta la fecha de la última declaración de poder de la compañía para la reunión anual del año anterior, que fue entregada a los accionistas (o un tiempo razonable antes de que la compañía comience a imprimir y enviar por correo sus materiales proxy) si la compañía no tuvo una reunión anual durante el año anterior, o si la fecha de la reunión anual ha sido modificada por más de 30 días a partir de la fecha de la reunión anual del año anterior)¹²⁰.

3.5.2.5 Accionistas con una acción

Los accionistas tienen el derecho de inspeccionar los libros y registros corporativos para un "propósito apropiado", que se define como cualquier propósito que esté razonablemente relacionado con el interés de dicha persona como accionista¹²¹.

Además, antes de cualquier reunión de accionistas, cualquier accionista tiene derecho a examinar una lista completa de los accionistas de la compañía que tienen derecho a votar en la próxima reunión para cualquier propósito relacionado con la reunión.

Cualquier accionista que haya sido directamente dañado por una acción corporativa puede buscar la recuperación a través de una demanda individual o una demanda colectiva contra la compañía. Si la supuesta irregularidad involucra lesiones a la compañía y solo indirectamente a los accionistas, el derecho a presentar una demanda pertenece a la compañía y un accionista debe exigir que la empresa entable una acción, o entablar una demanda derivada en nombre de la compañía si se satisfacen ciertos requisitos de "permanencia", incluso que dicha Persona era accionista en el momento de la supuesta irregularidad¹²².

¹¹⁹ DGCL § 216(3)

¹²⁰ Regla 14a-8 bajo la Ley del Mercado de Valores de 1934

¹²¹ DGCL §§ 219 and 220

¹²² Common law; DGCL § 327



Si una corporación no celebra su reunión anual por un período de 13 meses después de su última reunión anual, el Tribunal de la Cancillería puede ordenar sumariamente que se celebre una reunión a solicitud de cualquier accionista o director¹²³.

Los accionistas de una corporación que se adquiere en una fusión (sujeto a ciertas excepciones, incluidas las fusiones de acciones por acciones y los requisitos de procedimiento) tienen un derecho legal a una tasación determinada judicialmente del valor de sus acciones si no votan o consentimiento a la fusión¹²⁴.

Los accionistas pueden solicitar al Tribunal de la Cancillería que determine la validez de cualquier elección, nombramiento, remoción o renuncia de cualquier director o funcionario de una corporación, y el derecho de dicha persona de ostentar o continuar desempeñando dicho cargo. Además, los accionistas pueden solicitar al Tribunal de la Cancillería que determine el resultado del voto de cualquier accionista que no sea la elección de directores o funcionarios¹²⁵.

El adquirente en una oferta o oferta de intercambio de valores de renta variable estadounidense debe poner la oferta a disposición de todos los accionistas del objetivo y debe pagar a cada accionista por acciones ofrecidas en la oferta la mayor consideración que paga a cualquier otro accionista por acciones ofrecidas la oferta¹²⁶.

Si una corporación es insolvente, un acreedor o accionista puede exigir que un tribunal de Delaware designe a una o más personas para ser receptores de la corporación, hacerse cargo de sus activos y cobrar las deudas pendientes¹²⁷.

Las empresas pueden modificar algunos de estos umbrales en sus estatutos y pueden crear múltiples clases de acciones con diferentes derechos.

3.6 Australia

Información obtenida de “IBA guide minority shareholder rights Australia”.

3.6.1 Marco legal de protección y organismos encargados de implementarla

La Ley de Corporaciones de 2001 (Cth) establece ciertos derechos y protecciones para los accionistas minoritarios. Estos pueden ser modificados por los estatutos de una compañía (sujeto a limitaciones).

¹²³ DGCL § 211(c)

¹²⁴ DGCL § 262

¹²⁵ DGCL § 225

¹²⁶ Rule 14d-10(a) under the Securities Exchange Act of 1934

¹²⁷ DGCL § 291



Los accionistas minoritarios también obtienen protección de las normas de derecho común, que operan en ausencia de poderes legales. Aunque, es raro que sean la fuente primaria de protección.

De manera más general, las compañías públicas (y las compañías cotizadas en particular) están sujetas a requisitos más estrictos bajo las Reglas de cotización de la Bolsa de valores de Australia (ASX), por ejemplo, con respecto a la divulgación de información al mercado.

El organismo apropiado para hacer cumplir determinados derechos dependerá del derecho en cuestión. Algunas protecciones que existen bajo la Ley de Corporaciones son ejecutables por los accionistas personalmente o en nombre de la compañía. Otras son exigibles por el tribunal, el Panel de Adquisiciones o la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC). Esto generalmente es a solicitud de un accionista (minoritario).

3.6.2 Derechos clave de los accionistas minoritarios en Australia, categorizados por el umbral porcentual en el que las diversas protecciones están disponibles.

3.6.2.1 *Accionistas con una participación porcentual del 25%*

Los accionistas con al menos el 25% de los derechos de voto de la compañía pueden bloquear resoluciones especiales sobre ciertas decisiones importantes, incluyendo, entre otras, decisiones relacionadas con la variación o cancelación de derechos vinculados a clases de acciones, modificaciones a la constitución de la compañía, participación selectiva recompras y reducciones de capital selectivas¹²⁸.

3.6.2.2 *Accionistas con una participación porcentual del 10%*

Si los miembros de una clase no están de acuerdo (ya sea por resolución o consentimiento por escrito) con una variación o cancelación de sus derechos, o una modificación de la constitución de la compañía para permitir que sus derechos sean modificados o cancelados, los miembros con al menos 10% de los votos en la clase pueden solicitar al tribunal que se anule la variación, cancelación o modificación. El Tribunal puede entonces anularlo si está convencido de que perjudicaría injustamente al solicitante (s)¹²⁹.

Los accionistas con al menos el 10% de una clase de valores (por número) pueden impedir la adquisición obligatoria de los valores, tanto en el contexto de una adquisición como de forma más general¹³⁰.

¹²⁸ Sections 246B, 136, 256C, 257D.

¹²⁹ Section 246D.

¹³⁰ Sections 661A (1), 664A(1)



3.6.2.3 Accionistas con una participación porcentual del 5%

Los accionistas minoritarios con al menos el 5% de los votos que pueden emitirse en una junta general pueden convocar una reunión a su cargo¹³¹.

Los accionistas minoritarios con al menos el 5% de los votos que pueden emitirse en las reuniones (o al menos 100 miembros con derecho a voto en las reuniones) pueden solicitar que un director convoque a una junta general. Si los directores no lo hacen, los miembros que tengan más del 50% de los votos de los miembros que hicieron la solicitud pueden llamar y organizar una reunión general¹³².

Los accionistas minoritarios con al menos el 5% de los votos que se pueden emitir en la resolución, o al menos 100 miembros con derecho a voto en una junta general, pueden avisar a la compañía de que deben proponer una resolución en una junta general. Pueden requerir la distribución de una declaración sobre la resolución a otros miembros¹³³.

Los accionistas con al menos el 5% de los votos (o 5 miembros con derecho a voto o el presidente de la reunión) pueden exigir la votación en una encuesta. Estos umbrales pueden ser reducidos por la constitución de una compañía¹³⁴.

Los accionistas con al menos el 5% de los votos que se pueden emitir en una junta general pueden evitar cualquier reducción del período de notificación para una junta general¹³⁵.

3.6.2.4 Accionistas con una acción

Un accionista puede solicitar al tribunal una serie de órdenes si la conducta de los asuntos de la compañía, un acto u omisión real o propuesto por la compañía, o una resolución, incluida una resolución propuesta, de los miembros de la compañía es "opresiva para, injustamente perjudicial o injustamente discriminatorio contra un miembro o miembros"¹³⁶.

Un accionista "cuyos intereses han sido, son o se verían afectados por" una conducta en contravención de la Ley de Sociedades Anónimas, como una infracción de los deberes del director, puede solicitar al tribunal un desagravio por mandato judicial y posiblemente daños y perjuicios¹³⁷.

Un accionista, "cuyos intereses se ven afectados por las circunstancias relevantes", puede solicitar una declaración de circunstancias inaceptables por el Panel de Adquisiciones, teniendo en cuenta el efecto de las circunstancias sobre el control o la adquisición de la empresa o teniendo en cuenta los

¹³¹ Section 249F

¹³² Sections 249D, 249E

¹³³ Sections 249N, 249P

¹³⁴ Section 250L

¹³⁵ Section 249H

¹³⁶ Sections 232-3

¹³⁷ Section 1324



propósitos de sección 602 con respecto a la adquisición de control sobre las acciones con derecho a voto¹³⁸.

En el contexto de una adquisición obligatoria durante una adquisición, un accionista puede solicitar al tribunal una orden de que los valores no se adquieran obligatoriamente si la contraprestación no es de valor razonable¹³⁹.

En el contexto de una adquisición obligatoria durante una adquisición, un accionista puede requerir la adquisición de sus valores si el oferente tiene un interés en al menos el 90% de los valores (por número) en una clase de oferta al final del período de oferta¹⁴⁰.

Un accionista puede solicitar permiso para interponer, o intervenir en, procedimientos en representación de la empresa a través de una acción derivada estatutaria en la que la empresa no quiere o no puede litigar, siempre que el solicitante actúe de buena fe y sea en el mejor interés de la compañía¹⁴¹.

Un accionista que tenga derecho a votar en una reunión puede solicitar una orden judicial para convocar una reunión, si no es posible convocarla de otra manera¹⁴².

Sujeto a la constitución de una compañía (a excepción de una compañía que cotiza en bolsa), cada accionista tiene un voto a mano alzada, y cada miembro tiene un voto por cada acción que tienen en una encuesta¹⁴³.

Un accionista tiene derecho a inspeccionar los libros de actas de la compañía para las reuniones de sus miembros y para las resoluciones de los miembros aprobadas sin reuniones. Esto no se extiende al acceso a los libros de actas de las reuniones de la junta, aunque un miembro puede solicitar una orden judicial para hacerlo¹⁴⁴.

Un tenedor de acciones totalmente pagadas en la compañía (y cualquier persona responsable como miembro o miembro pasado para contribuir con la propiedad de la compañía si se liquida) tiene derecho a solicitar una orden para liquidar la compañía en ciertas circunstancias, incluyendo, pero no limitado a, la circunstancia de que es justo y equitativo para que la empresa se liquide¹⁴⁵.

Un accionista puede solicitar la intervención del tribunal para el abuso del poder de voto de la mayoría en ciertas categorías de casos. Estas categorías se relacionan con la apropiación de la propiedad de una empresa, la ratificación del incumplimiento de los deberes de un director y la modificación de los estatutos de una empresa¹⁴⁶.

¹³⁸ Sections 602, 657A, 657C

¹³⁹ Section 661E

¹⁴⁰¹⁴⁰ Section 662C

¹⁴¹ Sections 236-7

¹⁴² Section 249G

¹⁴³ Section 250E

¹⁴⁴ Sections 247A, 251B

¹⁴⁵ Sections 461(1), 462(2)(c).

¹⁴⁶ Common law



El efecto de la constitución de la compañía como un contrato puede permitirle a un accionista llevar (o estar sujeto a) una acción personal en contra de (o por) la compañía u otro miembro¹⁴⁷.

¹⁴⁷ Section 460(1)

Anexo N° 5: Mirada estratégica a los contratos con IASA y SIA

La mirada estratégica se fundamenta en establecer con claridad la relación causa-efecto de las relaciones de procesos administrativos y operacionales de una organización, con el fin de lograr evaluar de manera objetiva los desempeños de las partes que participan en esta relación.

En este sentido y como complemento al análisis del problema de agencia, es necesario comprender -desde una mirada estratégica- la forma como se puede establecer con claridad el aporte de valor de un contrato en una compañía, debiendo de esta manera reconocer la conveniencia de mantener el mismo tipo de relación, mejorarla o eliminarla.

El enfoque comúnmente aceptado (ver Figura 1), que permite mirar los resultados de un agente, es el de Control Estratégico que de manera simple establece relaciones causales y que puede llevar a la evaluación del desempeño estratégico de cualquier participante en procesos de creación de valor, particularmente –en este caso- se busca entender el aporte de los contratos de IASA y SIA para UNACEM.

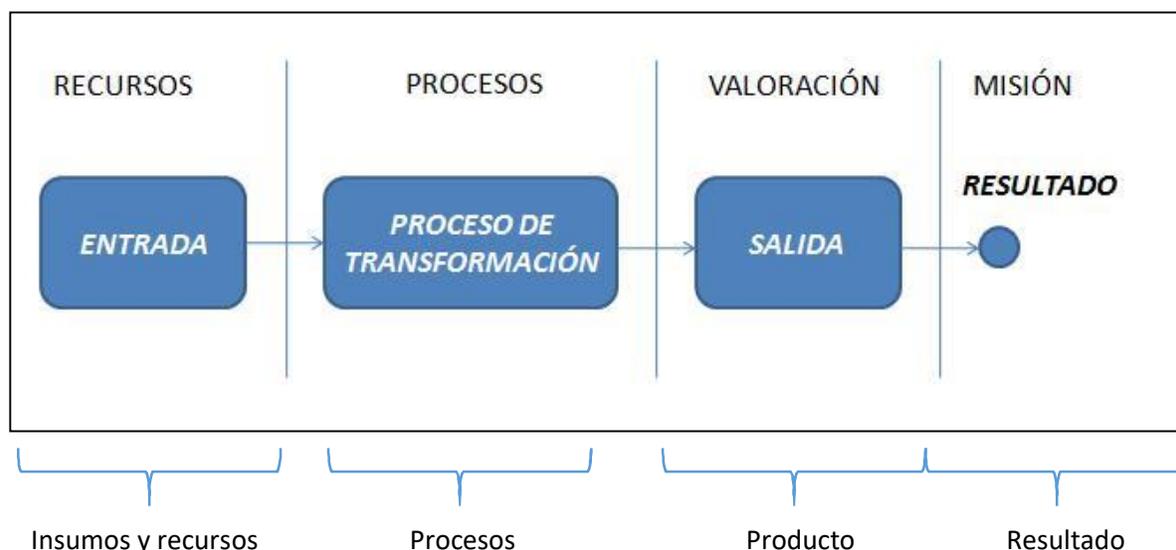


Figura 1

Este enfoque busca establecer el dominio de gestión de cualquier área de la organización, sobre todo las que tienen un impacto estratégico. Estas áreas deben ser evaluadas en su aporte, en cuanto a un producto que es valorado y que produce un resultado. Este producto se genera desde procesos que son el foco de gestión, el que para ser generado requiere de insumos, recursos y condiciones generales para su operación.

De esta forma, las organizaciones pueden establecer Objetivos Estratégicos a nivel de Resultados, Productos, Procesos e Insumos-Recursos, generando posteriormente indicadores en cada uno de estos niveles e iniciativas que impulsen el logro de los objetivos. Se busca con ello tener claridad en las metas que establecen las organizaciones y en la forma de medir el desempeño.



Los contratos de UNACEM con IASA y SIA han sido establecidos para realizar un conjunto de tareas que se entienden como procesos y que deben generar un producto que debe especificarse con claridad y que debe poder medirse con indicadores que permitan evaluar su aporte de valor a UNACEM.

La relación histórica de los contratos mencionados, debe explicar de manera importante las fortalezas de UNACEM. Sin embargo, también se constata la falta de indicadores de gestión y medidas de evaluación del desempeño, lo que se evidenció al solicitar a UNACEM copia de algún documento que declare la conformidad de la empresa con los servicios recibidos como prerrequisito para cursar los pagos correspondientes a IASA y SIA. La existencia de un documento como el solicitado resulta evidente como condición de evaluación que una contraparte debe realizar con un prestador de servicio, pero este documento no existe, por lo que no se pudo verificar la existencia de control.

El que este documento no exista, no quiere decir que no haya evaluación, pero sí que no cumple las condiciones de accountability que comúnmente son aceptadas para establecer concordancia entre los resultados y los pagos por medio de mecanismos de evaluación formales, objetivos y verificables por entidades externas.

Así mismo no existe un informe de desempeño, elaborado por UNACEM, con el cumplimiento de los objetivos, obligaciones y compromisos contractuales de IASA y SIA, como tampoco se verifica la existencia de indicadores de desempeño que den cuenta de los resultados efectivamente alcanzados por las empresas prestadoras de servicio. Esto nos hace concluir que UNACEM no dispone de mecanismos de evaluación formal del desempeño ni forma de evaluar estos contratos, por lo que estimamos razonable concluir que, en términos formales, no se conoce cómo estos contratos impactan en los resultados estratégicos de la empresa.

Respecto de los resultados observados, es importante establecer qué relación tienen con la existencia de los mencionados contratos, de modo de comprender cómo las condiciones que afectan el proceso que deben realizar IASA y SIA, permite generar un producto que esté impactando directa o indirectamente de forma positiva o negativa en los resultados de UNACEM, medido en indicadores como EBITDA y Margen Neto. Es recomendable que se busquen los mecanismos que permitan medir de manera objetiva el aporte de valor de los contratos de IASA y SIA a los indicadores ya mencionados.

Creemos que la generación de mecanismos de medición alternativos al EBITDA, que den cuenta de los aportes de los contratos, es una necesidad imperiosa y que ellos deben ser revisados para que se verifique que sean una palanca y no un freno en el desarrollo estratégico de UNACEM.

Resulta indudable que la existencia de estos contratos en su perspectiva histórica, permitieron un buen desempeño de UNACEM y la existencia de los mismos permitió crear valor, pero también resulta razonable que se evalúe la forma cómo ellos contribuyen hoy a generar valor dentro de UNACEM. Para ello se deben diseñar mecanismos de medición de desempeño y estructuración de pagos contingentes diferentes a los que se han usado hasta ahora, que permitan de manera positiva alinear intereses que lleven a maximizar el valor creado para el conjunto de accionistas de UNACEM, por medio de contratos modernos y eficientes.



En términos conceptuales y entendiendo que ocho de cada diez planes estratégicos fracasan en la implementación, es recomendable aplicar lo que la literatura establece como buenas prácticas en relación a la generación e implementación de planes estratégicos, buscando que ellos sean correctamente generados, implementados y controlados. Por ello estimamos que UNACEM debe establecer con claridad a qué objetivos estratégicos se pueden asociar los contratos de IASA y SIA, facilitando la evaluación del desempeño de los servicios que ambas empresas prestan a UNACEM.

Finalmente, creemos que ir a indicadores de rentabilidad como EVA (sigla en inglés de Valor Económico Agregado), es altamente positivo, ya que va en línea con la mirada estratégica de la Figura 1, contribuyendo a ir en un proceso de incrementar el alineamiento entre UNACEM y las empresas IASA y SIA, pudiendo establecer indicadores de gestión e incentivos claros, los que hoy al parecer no se encuentran disponibles o al menos no pudieron ser evaluados por este equipo de trabajo.



Anexo N° 6: Mapa de los directores de SIA e IASA



	Profesión/Estudios	Sindicato De Inversiones Y Administración S.A.	Inversiones Andino S.A.	UNACEM
Ricardo Rizo Patron de la Piedra	Maestría en Ingeniería Química MIT	Presidente	Presidente	Presidente
Alfredo Gastaneta Alayza	Abogado Pontificia Universidad Católica del Perú	director		Vicepresidente
Marcelo Rizo Patron de la Piedra	Maestría en Ingeniería Mecánica por el Georgia Institute of Technology	Vicepresidente	Director	Director
Jaime Sotomayor Bernos	Ingeniero Mecánico / MSc Columbia University	Director		Director
Diego de la Piedra Minetti	Bachiller en administración de empresas, Universidad del Pacífico y MBA, Universidad de Piura	Director		Director
Jaime Rizo Patron Boza	MB in Applied Finance, Queensland University of Technology	Director		
Pedro Lerner Rizo Patron	MIT Maestría en Ciencias, Ingeniería Eléctrica	Director		
Carlos Enrique Ambrosio Palacios Rey	Bachelor of Science in Business Administration	Director		
Oscar Javier de Osma Berckemeyer	Abogado y Administrador de Empresas, Universidad de Lima.	Director		
Hernando Aguirre Rey	MBA, Boston College	Director		
Nicolas Samardzich Rizo Patrón	MBA Universidad Tecnológica de Queensland (QUT),	Director		
María Cecilia Rizo Patrón de la Piedra	s.i.	Director		
Ana María Rizo Patrón de la Piedra	s.i.	Director		
Juana María Rizo Patrón de la Piedra	s.i.	Director		
Jose Jaime Rizo Patrón de la Piedra	Administrador, Economista y Financista		Vicepresidente	
Oswaldo Avilez D'Acunha	Graduado en la Facultad de Ciencias Económicas		Director	Director
Paul Rizo-Patrón Boylan	Candidato doctoral en Historia Iberoamericana		Director	
Claudia María Rizo Patrón de la Piedra	International Fine Arts College – USA, Communication Design		Director	
Juan Carlos Rizo Patrón Leguía	Bachelor in Business Administration, The College of Insurance, New York		Director	
Juan Pedro Rizo Patrón de la Piedra	Bachiller en administración de empresas, Universidad de Miami; Certificado en administración de empresas, Harvard University; MBA, Boston College		Director	
Carlos Felipe Rizo Patrón Basurco	Administrador de Empresas, Georgetown University, Washington D.C.		Director	
Fernando Rizo Patrón Leguía	Administrador de Empresas, Universidad Argentina de la Empresa		Director	
José Rizo Patrón Buckley	MBA The College of Insurance, Nueva York		Director	