



## DERECHO CORPORATIVO EN CANADÁ

### El Caso BCE: Consecuencias en los Deberes del Directorio

Bell Canadá Entreprises («BCE »), el gigante de las telecomunicaciones de Canadá, recientemente se constituyó en el centro del conflicto más importante sobre derecho societario, en la historia judicial de Canadá. Efectivamente, un grupo de bonistas de BCE objetó enérgicamente el plan de adquisición de BCE puesto en marcha por el Plan de Pensión de Maestros de Ontario ("*Maestros*", uno de los inversores institucionales más importantes de Canadá). La estructura de este plan de adquisición, una compra apalancada, demandó préstamos enormes contra los activos de BCE.

Este incremento en el endeudamiento de BCE redujo el valor de reventa de los bonos emitidos por el BCE en los mercados de títulos valores. Por consiguiente, los bonistas de BCE argumentaron que al omitir considerar sus intereses, como partes interesadas de la sociedad, el Directorio de BCE había incumplido con sus deberes al aprobar el plan *Maestros*.

Si, típicamente se entendió que un directorio poseía facultades totales de gestión, con el mandato de actuar de acuerdo a los intereses de los accionistas. La definición de obligaciones del Directorio ha sufrido una evolución constante. Más que solamente los intereses de los accionistas, los directores deben tener en cuenta ahora los intereses de la empresa en sí misma. En el 2008 se llevó ante los tribunales la cuestión relativa a los deberes de los directores, encontrándose en el centro del caso BCE. En primer lugar, el Tribunal de Apelaciones de Québec falló a favor de los bonistas, fijando que el directorio de BCE había omitido considerar sus intereses como partes interesadas. Esta decisión fue revocada finalmente por la Corte Suprema de Canadá. A pesar de que las razones de esta última decisión no se publicaron aún, el caso BCE, como la última Jurisprudencia de importancia sobre la cuestión, de todas maneras proporciona una oportunidad única de saber más sobre el alcance de los deberes del directorio.

### Deber de los Directores

Al tomar una decisión, el directorio debe actuar de acuerdo con los intereses de la sociedad. La pregunta siempre fue, exactamente, qué constituye este "interés de la sociedad". La respuesta evolucionó en gran medida.

En los comienzos del derecho societario, se pensaba que el directorio debía actuar de acuerdo con los intereses de los accionistas. Por consiguiente, el único deber de los directores era maximizar el valor de las acciones. Luego de un tiempo, los tribunales pusieron a consideración un requisito: los directores debían tener en cuenta los intereses de *todos* los accionistas y en consecuencia, evitar dañar los intereses de los accionistas minoritarios en favor de los otros.

No obstante, los tribunales ampliaron gradualmente su interpretación restrictiva sobre la obligación de los directores. Efectivamente, se comprendió que el interés de la sociedad va más allá de la simple maximización de la ganancia de los accionistas. Lo que debía tenerse en cuenta era el bienestar de la sociedad en sí misma, la maximización de *su* valor.

De allí, había un solo pequeño paso para considerar no solamente el interés de la sociedad como entidad legal, sino también los intereses de todas las partes interesadas involucradas en su existencia: los accionistas en sí mismos, pero también los acreedores (bonistas, en el caso en cuestión), empleados, clientes, proveedores, e inclusive el Estado y el entorno.

En Canadá, la decisión de la Suprema Corte sentó precedente en el caso *Peoples' Department Stores Inc. vs Wise* (2004) y definitivamente ignoró la norma sobre el interés de los accionistas. En este fallo, la Corte Suprema asimismo afirmó lo siguiente:

“Al determinar si actúan en vista de los mejores intereses de la sociedad **puede resultar legítimo**, en virtud de las circunstancias de un caso determinado, que el directorio considere, entre otras cosas, los intereses de [las partes interesadas].”

Sin embargo, la decisión de la Corte Suprema en *Peoples* no impone una obligación *firme* de tener en cuenta los intereses de las partes interesadas. Tampoco ofrece lineamientos para que los directores puedan navegar entre estos intereses diversos, generalmente contrarios. Esos son los intereses que fueron opuestos en el caso BCE.

## Los Bonistas contra el BCE

A principios de 2008, el Tribunal de Apelaciones de Québec emitió su decisión en el caso BCE. *Teachers* quería adquirir una participación mayoritaria en el capital accionario de BCE, por un importe total de 51,7 billones de dólares. Esta adquisición tendría la forma de una adquisición apalancada, a través de préstamos garantizados con los activos de BCE, con la consecuencia de incrementar el endeudamiento de la sociedad.

Esta adquisición apalancada proyectada no fue bien recibida por los bonistas. Efectivamente, un incremento en el endeudamiento llevaría a una reducción en la calificación crediticia de BCE y en consecuencia a una devaluación muy evidente de los bonos emitidos por el BCE. Por consiguiente, los Bonistas de BCE, en carácter de partes interesadas de la sociedad, intentaron interrumpir esta transacción.

Los argumentos invocados por ellos fueron la obligación del directorio de BCE de tener en cuenta sus intereses.

El Tribunal de Apelaciones de Québec decidió lo siguiente: la transacción no continuaría en virtud del incumplimiento de los directores en tener en cuenta los intereses de los bonistas. De este modo, el Tribunal de Apelaciones entonces impuso sobre los directores, más allá de la potestad identificada por la Corte Suprema en el caso *Peoples*, el deber de tener en cuenta los intereses de una parte interesada.

Esta decisión fue revocada por la Corte Suprema de Canadá, lo que tiene un impacto positivo a un nivel práctico. Si no hubiera sido por la apelación ante el tribunal supremo del país, la decisión del Tribunal de Apelaciones hubiera tenido graves consecuencias en los mercados financieros – el precedente creado por el Tribunal de Apelaciones cuestionó el concepto mismo de adquisiciones apalancadas.

Efectivamente, cualquier transacción a través de adquisiciones apalancadas hubiera sido pasible de ser interrumpida tan pronto hubiera sido perjudicial para una parte interesada. A partir del momento en que se permite a los bonistas oponerse a una transacción en base a su efecto sobre la calificación crediticia de la sociedad (e incidentalmente sobre el valor de reventa de los bonos), hay un solo paso para permitir que por ejemplo, los proveedores, clientes o sindicatos se opongan a una transacción que comprende la transferencia de las actividades de la empresa, debido a que esa transferencia conduciría a una pérdida de empleo para los trabajadores y a una pérdida de contratos para los proveedores locales.

Al momento de la redacción de esta crónica, aún no se hicieron públicos los fundamentos de la decisión de la Corte Suprema; será interesante leer el razonamiento legal detrás de esta decisión.

De hecho, el perjuicio argumentado por los bonistas fue relativamente indirecto y fue principalmente consecuencia de la sofisticación de los mercados financieros actuales. Asimismo, uno no debe olvidar que la relación entre el BCE y sus bonistas era de naturaleza contractual: la suscripción de bonos fue debidamente negociada por los bonistas, que en su mayoría eran inversores institucionales mucho más que experimentados en esta clase de inversión. De acuerdo con sus obligaciones legales y contractuales, el BCE estaba en su derecho de experimentar una adquisición apalancada. Por consiguiente será interesante observar la posición de la Corte Suprema en vista de tal extensión de los deberes del Directorio.

Asimismo, queda por verse si la Corte Suprema mantendrá la jurisprudencia que estableció en su decisión sobre *People* en lo relativo a los intereses de las partes interesadas. Efectivamente, veremos si la Corte Suprema confirmará el precedente relativo a la obligación de maximizar el valor de la empresa, al indicar que los intereses de las partes interesadas son solamente elementos que pueden, más que deben, ser tenidos en cuenta.

Por el contrario, también es posible que a pesar de haber revocado la decisión del Tribunal de Apelaciones en este caso en particular, la Corte Suprema procurará promover el derecho societario canadiense identificando una obligación de considerar los intereses de las partes interesadas. En este caso, sería interesante que la Corte Suprema proporcionara lineamientos para la apreciación de esos intereses: ¿Se deben considerar en forma individual tanto como colectiva, a los efectos de que el daño causado a una sola parte interesada pueda interrumpir la transacción prevista? ¿Por el contrario, se deben considerar los intereses de las partes interesadas en forma global, a los efectos de que la decisión del Directorio sea considerada legítima siempre y cuando sirva al bien común inclusive en el caso de que algunas partes interesadas sufran como consecuencia?

En todo caso, uno puede esperar que la Corte Suprema a través de sus razones a publicarse, resuelva estas cuestiones, lo que promete ser una de las decisiones principales del derecho societario canadiense.

Esta crónica fue elaborada por **Dr. Alain P. Lecours** con la colaboración de **Dr. Louis-René Hébert**. Legal Insider se distribuye en forma gratuita, por medio de correo electrónico, a los clientes y socios comerciales de la firma. El objetivo del presente texto es informar, y es posible que no refleje los desarrollos legales más recientes. Los clientes y lectores no deben actuar o dejar de hacerlo en base a la información incluida en la presente crónica, sin obtener el previo asesoramiento legal de un profesional.

---

*Dr. Alain P. Lecours*

LECOURS, HÉBERT ABOGADOS INC.  
354, Notre-Dame Street West  
Departamento 100  
Montréal, QC Canadá H2Y 1T9  
Teléfono: (514) 344-8784  
Fax: (514) 344-9790

[Lecours@LecoursHebert.com](mailto:Lecours@LecoursHebert.com)

---

En nuestro [Sitio Web](#), usted encontrará una conexión permanente a nuestras crónicas mensuales. Si tiene algún comentario con relación a los temas tratados, no dude en comunicarse con nosotros: [lecours@LecoursHebert.com](mailto:lecours@LecoursHebert.com)

---

Si desea agregar, incluir o modificar una dirección de correo electrónico para poder recibir el Legal Insider todos los meses, por favor haga clic en el enlace siguiente:  
[La lista de distribución de Legal Insiders](#)

---

Si desea dejar de recibir nuestra crónica mensual, por favor siga el enlace de abajo:

[Excluir – Elimine mi dirección de correo electrónico de la lista de distribución](#)