

DISERTACION

by Jose Portilla

Submission date: 29-Mar-2021 11:52PM (UTC-0500)

Submission ID: 1546127965

File name: RUMENTOS_PARA_POSICIONAR_LAS_CAFIC_EN_EL_MERCADO_BURSA_TIL-2.docx (24.59M)

Word count: 64198

Character count: 342031

FACULTAD DE JURISPRUDENCIA

PACTO ENTRE ACCIONISTAS Y BUEN GOBIERNO CORPORATIVO,
INSTRUMENTOS PARA POTENCIAR A LAS COMPAÑÍAS ANÓNIMAS
FAMILIARES CERRADAS EN ECUADOR

JOSÉ CARLOS PORTILLA RUIZ

2 INDICE

INTRODUCCIÓN

1. CAPITULO I. Marco Teórico

- 1.1. Reglas de juego
- 1.2. Interés social
- 1.3. Separación de propiedad
- 1.4. Autorregulación y Autonomía de la voluntad
- 1.5. Libertad de contratación
- 1.6. Buen Gobierno corporativo
- 1.7. Maximización del “valor” para el accionista o *shareholder value*
- 1.8. Teoría de Agencia: Problema, costo de agencia y perdida residual.
- 1.9. “Gobierno” en las sociedades anónimas

2. CAPITULO II. Pactos entre accionistas y oferta pública de acciones (OPA)

- 2.1.Revisión del marco legal de la OPA y compraventa de acciones en el Ecuador.
- 2.2.Teoría de Agencia: revisión del pacto entre accionistas desde un enfoque positivo
(descriptivo)

3. CAPITULO III. El pacto entre accionistas en España, Argentina y Colombia:

Principales aspectos legales

3.1.España

- 3.1.1. Origen
- 3.1.2. Naturaleza y Objeto
- 3.1.3. Oponibilidad
- 3.1.4. Aspecto Particular

3.2.Argentina

- 3.2.1. Origen

- 3.2.2. Naturaleza y Objeto
- 3.2.3. Oponibilidad
- 3.2.4. Aspecto Particular
- 3.3.Colombia
 - 3.3.1. Origen
 - 3.3.2. Naturaleza y Objeto
 - 3.3.3. Oponibilidad
 - 3.3.4. Aspecto Particular
- 4. CAPITULO IV. Buen Gobierno Corporativo
 - 4.1. Buen Gobierno Corporativo: Concepto
 - 4.2. Breve revisión histórica
 - 4.3. Modelos
 - 4.4. Alcance
 - 4.5. Principio *cumpla o explique*
 - 4.6. Buen Gobierno Corporativo en el Ecuador
- 5. CAPITULO V. Pacto entre accionistas y buen gobierno corporativo en América Latina y Europa
 - 5.1. Argentina
 - 5.1.1. Entrevista con el Doctor Salvatore Tolone Azzariti
 - 5.2.Ecuador
 - 5.2.1. Entrevista con el Dr. Jorge Núñez Grijalva
 - 5.3. España
 - 5.3.1. Entrevista con el Dr. Jesús Alfaro Águila-Real
 - 5.4.Colombia
 - 5.4.1. Entrevista con la Doctora Constanza Blanco Barón

5.5. Perú

5.5.1. Entrevista con el Dr. Vládik Aldea Correa

5.5.2. Entrevista con el Dr. Edison Paul Tabra Ochoa

6. CONCLUSIONES

7. RECOMENDACIONES

8. BIBLIOGRAFÍA

9. TABLAS

10. GRÁFICOS

11. ANEXOS

11.1. BANCO DE PREGUNTAS

11.2. FOTOGRAFÍAS DE ENTREVISTAS

11.2.1. Doctor Salvatore Tolone Azzariti

11.2.2. Doctora Constanza Blanco Barón

11.2.3. Doctor Jorge Núñez Grijalva

11.2.4. Jesús Alfaro Águila-Real

11.2.5. Vládik Aldea Correa

11.2.6. Edison Paul Tabra Ochoa

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

GRÁFICOS

1. Gráfico 1. Empresas familiares en el Ecuador
2. Gráfico 2. Evolución del número de Empresas en Ecuador.
3. Gráfico 3. Representación de actores y relaciones en desintermediación financiera.
4. Gráfico 4. Dominio Financiamiento.

TABLAS

1. Tabla 1. Compañías Ecuatorianas por Estructura de Posesión.
2. Tabla 2. Evolución del Número de Empresas en Ecuador.

INTRODUCCIÓN

Entre los tipos societarios previstos en la Ley de Compañías, codificada en el año 1999, se encuentra la Sociedad Anónima, prescrita en el artículo 143, la cual es común que en el Ecuador esté conformada por grupos familiares que distribuyen la gestión y control de las compañías entre sus miembros.

El crecimiento y maximización del valor económico de una compañía, en muchas ocasiones, son factores vinculados con la Teoría de Agencia, entendida como una propuesta de configuración contractual que describe las relaciones que existen entre los sujetos que conforman una organización –en este caso, compañía-, cuya característica es delegar a un *agente*¹, entre otros actos, la adopción de decisiones de carácter gerencial y financiero por parte del accionista o socio, con el objetivo de mejorar y lograr resultados económicos positivos dentro de la sociedad evitando conflictos de interés entre sus miembros.

De manera general, debido a que las compañías son manejadas por estructuras familiares, en el Ecuador el encargo de su control a individuos que no pertenecen al órgano de propiedad -es decir, la aplicación de la Teoría de Agencia- no ocurre ya que al hacerlo la posesión y el control de las compañías se dispersa, lo que significa un conflicto para los intereses de las estructuras familiares que concentran dichos aspectos.

En la primera parte de esta disertación² se describe al pacto parasocietario o pacto parasocial. Este puede ser entendido como la conjunción de voluntades que existen entre

¹ Este término se utiliza para describir al individuo que tiene el deber –adquirido contractualmente- de ejecutar todos los actos que le han sido encargados por efecto de la relación que se crea a partir de la aplicación del modelo contractual propuesto por la Teoría de Agencia.

² Esta disertación se adscribe al PROYECTO V MEJORA REGULATORIA EN ECUADOR Y PERÚ del GRUPO DE DERECHO ECONÓMICO – PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR (GIDE PUCE). En ese sentido, el aporte ha sido registrado como proyecto de investigación formativa para el periodo 2020/2022 bajo el título de SUBPROYECTO “PACTO ENTRE ACCIONISTAS Y BUEN GOBIERNO CORPORATIVO, INSTRUMENTOS PARA POTENCIAR LAS COMPAÑÍAS ANÓNIMAS CERRADAS”. Investigador: Sr. José Carlos Portilla Ruiz. Director: Prof. Dr. Rubén Méndez Reátegui (docente titular principal de la PUCE y coordinador del GIDE PUCE).

los accionistas (sea por cada uno de ellos, por partes o en su totalidad) que tienden a la consecución de un objetivo societario, ya sea de carácter gerencial o financiero. En el Ecuador, este tipo de convenios no han sido empleados con la finalidad establecer parámetros para las relaciones entre los sujetos que conforman una sociedad anónima familiar cerrada, por lo que se puede decir que las ventajas de este instrumento legal, en su magnitud, no han sido puestas en práctica como un mecanismo legal coadyuvante del Derecho Societario debido a las limitaciones presentes en la Ley de Compañías, ya que, a pesar de las recientes reformas realizadas en materia de pactos parasociales, la Ley presenta anomia respecto a su uso y legalidad.

La no utilización de pactos parasociales para normar las relaciones de los miembros de las sociedades anónimas familiares junto con la inaplicación de la Teoría de Agencia son los factores que no les permiten a estas compañías acceder a la capitalización a través del mercado bursátil como mecanismo para incrementar su valor económico. Por este motivo, la gestión delegada de una sociedad mercantil (buen gobierno corporativo) y el empleo del convenio parasocial como instrumento ordenador de las relaciones contractuales entre los miembros de las compañías anónimas familiares cerradas, permitirán desasociar la propiedad (accionaria) y el control de las compañías anónimas, cuyo resultado se traduce en su ingreso al mercado bursátil y la obtención del financiamiento que les permita maximizar su valor económico en el mercado.

La Teoría de Agencia y los instrumentos jurídicos: buen gobierno corporativo y pactos parasociales que se explican a lo largo de la presente investigación como instrumentos al alcance de las compañías familiares ecuatorianas para financiarse mediante la capitalización de sus valores tienen su origen en sistemas económicos y jurídicos de habla inglesa. Por este motivo, aquellos fragmentos de información presentes en el documento en idioma inglés se encuentran traducidos en los pies de página.

CAPITULO I

Marco Teórico

El desempeño de las sociedades mercantiles familiares en el marco del mercado bursátil puede favorecerse por la implementación del buen gobierno corporativo y el pacto entre accionistas como instrumentos societarios que les ayuden a estructurarse de mejor manera. Para comprender los efectos positivos de estos instrumentos en las compañías anónimas familiares es necesario presentar algunas contribuciones teóricas que envuelven a estas sociedades.

En primer lugar, se describe a la teoría de las Reglas de Juego. Se prosigue con la teoría del interés social. Se continúa con la separación de la propiedad, la autorregulación y autonomía de la voluntad. Estas teorías y conceptos permitirán representar el entorno de la sociedad anónima, y en especial la sociedad anónima familiar ecuatoriana (S.A.F.E.) que busca maximizar su valor.

Es importante señalar la “libertad de contratación”, el “buen gobierno corporativo” y la “maximización del valor para el accionista” ya que constituyen el marco teórico de los pactos parasociales y la delegación del control de las compañías.

La comprensión de la teoría de agencia, los problemas derivados de su aplicación y los costos de agencia permite identificar la vinculación de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo con el desempeño de las compañías anónimas que cotizan en bolsa para luego ser aplicadas al caso de las S.A.F.E. que quieren maximizar su valor mediante el mercado bursátil.

Finalmente, los elementos enunciados convergen en el Gobierno de la sociedad anónima en la medida que una gerencia delegada en las compañías anónimas familiares les permitirá obtener financiamiento al ingresar al mercado bursátil y maximizará su valor

mediante la ordenación de las relaciones contractuales entre los miembros que conformen sus órganos de propiedad y control.

1.1.Reglas de juego

Las compañías –en general- se desarrollan en dos ámbitos diferentes pero que necesariamente se relacionan. Los ámbitos que se mencionan, por supuesto, están conformados por el derecho y la economía, y por este motivo, todos los postulados expuestos en esta sección de la presente investigación, acerca de los fundamentos, estructura, principios jurídicos y modelos contractuales se entrelazan directamente a pesar de que unos y otros pertenezcan a disciplinas diferentes.

En concordancia con la reflexión expuesta anteriormente, las compañías en el ámbito económico forman parte de una dinámica en la que su actividad está determinada por lo que North (1993)³ denomina instituciones, las cuales el autor formula como aquellas restricciones que el ser humano ha creado para ordenar sus interacciones en varios ámbitos como el político, económico y social que se conforman de restricciones formales como el marco normativo de una sociedad y restricciones informales como todas las creencias, valores y códigos de conducta autoimpuestos que se derivan de la cultura de una sociedad.

De este modo, North (s.f.) (citado por Bour, s.f.) explica que las instituciones determinan a los costos de transacción⁴ y consecuentemente, la viabilidad y rentabilidad de ejercer una actividad económica.

Por lo tanto, teniendo en cuenta la teoría de juegos, North (1993) (citado por Prado, 1998, p. 26) explica que **las instituciones son las reglas de juego**, mientras que **las organizaciones y sus empresarios son los jugadores**.

³ Recuperado de <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1993/north/lecture/>

⁴ Este término fue desarrollado por Ronald H. Coase y hace referencia a los costes de transferencia de derechos de propiedad.

La teoría de Reglas de Juego es igualmente aplicable al contexto nacional y consecuentemente, en el ámbito jurídico-económico de las S.A.F.E., las instituciones, conformadas por restricciones formales como el marco normativo especial que les rodea como la Ley de Compañías y la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), y las restricciones informales -como los principios de la autorregulación, autonomía de la voluntad, la separación de la propiedad, el interés social, el buen gobierno corporativo, la maximización del valor del accionista y la teoría de agencia; dictan las reglas de juego en su desempeño económico, por lo que, en base a ellas, las personas jurídicas deberán determinar las acciones a realizar para llevar a cabo su actividad económica.

En este sentido, estas compañías, por medio de sus administradores y accionistas deben decidir las acciones que han de tomar para realizar su actividad económica sin que vulneren el marco normativo y los principios jurídicos que les ordenan, es decir, respetando las reglas de juego.

1.2. Interés social

Desde sus inicios, las compañías fueron establecidas como un vehículo jurídico que facilite el desarrollo de las actividades económicas de sus miembros. Por este motivo, se entendía que las compañías debían atender a los intereses de sus propietarios, de modo que, aspectos como el interés social resultaba del interés de quienes conformaban una sociedad mercantil. Por consiguiente, desde la perspectiva de las reglas de juego societarias en lo que respecta a su gestión y administración (Sánchez, 2006, p. 5), el interés social ha sido un elemento fundamental para la orientación de las actividades económicas de las compañías y el destino de sus beneficios.

Tomando las palabras de Nazar (s.f.) sobre el interés social, este involucra el planteamiento de límites a las actuaciones y decisiones que se toman en nombre de la

sociedad (p. 1). Sin embargo, y de manera más específica, Sánchez (2006), plantea la concepción de interés social como “un criterio que determine cómo debe de administrarse el patrimonio de la sociedad y los resultados generados con su actividad” (p. 11), en la medida que “...*if a company pursues only maximum profit at the expense of its employees, customers and others in the broader community, it will eventually find itself the engineer of its own destruction*” (Beyer y Corkery, 2019, p.2).⁵

La evolución de este vehículo jurídico y la integración de nuevos actores en su gestión, el interés social planteado anteriormente abre la discusión sobre cómo debe ser la gerencia de la sociedad mercantil y a favor de quién, puesto que “*It is a critical mistake...to assume that the correlation between ‘the company’ and shareholders means that other stakeholder interests are, ipso facto, irrelevant and can be ignored...*” (Atkins y Luck, 2019. p.5)⁶, por lo que Nazar (s.f.) menciona, que existen dos corrientes al respecto, una que plantea que el interés social implica los objetivos propios de la sociedad, junto con los objetivos de sus miembros, la cual es denominada “Teoría Contractualista del Interés Social; y la otra, que se reconoce como “Teoría Institucionalista del Interés Social”, que propugna que los intereses de la sociedad provienen de los intereses de los accionistas que la conforman y de otros individuos involucrados (pp. 1-3).

De esta forma, y a pesar de las diferentes posturas existentes sobre el origen del interés social, es importante tener en cuenta que, ya sea la teoría institucional o la contractual, ambas establecerán el marco dentro del cual las actividades económicas (giro de negocio) de las compañías se han de desarrollar.

⁵ Si una compañía ostenta solo el máximo beneficio a expensas de sus trabajadores, clientes y otros en la comunidad en general (*stakeholders*), eventualmente se verá como autora de su propia destrucción. (Traducción libre al español).

⁶ Es un grave error asumir que la correlación entre la compañía y los accionistas implique que otros interesados son, por el mismo hecho, irrelevantes y pueden ser ignorados. (Traducción libre al español).

Conforme a un estudio presentado en la revista X-Pedientes Económicos, de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, hasta el año 2018 el 86% de las compañías del Ecuador eran empresas familiares, como se muestra en el **Gráfico 1**. En correspondencia con estos datos y al considerar que la tendencia de empresas familiares se mantiene (ver **Gráfico 2**), se puede esperar que, en los siguientes años, la proporción de compañías familiares en Ecuador se mantenga.

Compañías Ecuatorianas por Estructura de Posesión	Año 2018
Compañías Familiares	127,870
Compañías No Familiares	785,486
Total	913,536



Gráfico 1. Empresas familiares en el Ecuador.

Elaboración: Bermudez-Barrezueta, N y Camino-Mogro, S.

Fuente: Bermudez-Barrezueta, N., Camino-Mogro, S. (2018). Las Empresas Familiares en el Ecuador: Definición y aplicación metodológica. *X-Pedientes Económicos*, 2(3), (pp.46-72). Recuperado de https://ojs.supercom.com.ec/index.php/X-pedientes_Economicos/issue/view/3

Tabla 1. Compañías Ecuatorianas por Estructura de Posesión. Elaborada por el autor.

Evolución del Número de Empresas en Ecuador	Período 2012-2019
2012	789,983
2013	875,447
2014	898,888
2015	887,393
2016	872,819
2017	911,307
2018	913,356
2019	882,766



Gráfico 2. Evolución del número de Empresas en Ecuador.

Elabora: INEC. Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos.

Fuente: Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos. INEC (2020). *Directorio de Empresas y Establecimientos 2019*. Recuperado de https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Estadisticas_Economicas/DirectorioEmpresas/Directorio_Empresas_2019/Principales_Resultados_DIEE_2019.pdf

Tabla 2. Evolución del Número de Empresas en Ecuador. Elaborada por el autor.

Consecuentemente, en el caso de las sociedades mercantiles ecuatorianas que debido a la estructura familiar existente en la mayoría de ellas, se entiende que siguen la teoría contractualista del interés social puesto que los intereses de la compañía reflejan los intereses del grupo familiar que la compone.

La teoría del interés social se aplica a la realidad de las compañías cotizadas en la medida que, al estar involucrados más individuos -inversionistas, administradores y accionistas- en la dinámica bursátil, se entiende que la sociedad –para alcanzar la maximización de su giro de negocio y consecuentemente su valor- necesariamente tendrá que considerar los intereses de cada uno de estos, lo cual no es tarea fácil. Sin embargo, se puede lograr con la utilización de instrumentos adecuados que ayuden a la sociedad cotizada a conseguirlo.

1.3.Separación de propiedad

La compañía anónima al ser una ficción jurídica creada con el fin de converger voluntades para realizar actividades de comercio tiene más de un propietario y en el caso de una compañía anónima familiar en el Ecuador, los propietarios forman parte de un núcleo familiar.

Desde la perspectiva de Hansmann (1998), “se considera como propietarios de una empresa a aquellas personas o entidades que pueden disponer del control y de los resultados netos de dicha organización” (citado por Crespi y García- Cestona, 2002, p. 113); pero, los propios Crespi y García-Cestona (2002), toman en cuenta que en aquellos casos en los que la propiedad se ve dividida en varias personas, como en el caso de las compañías anónimas, la capacidad de ejercer un control efectivo con respecto a lo que hagan los directivos se puede ver reducida (p. 113).

Los autores previamente citados, reconocen el papel de Berle y Means (1932) en la determinación de los problemas que se pueden originar por efecto de la separación entre propiedad y control (citado por Crespi y García- Cestona, 2002, p. 113); pues, el hecho de que exista disparidad entre la información que se aporta a los accionistas al momento de tomar decisiones, confrontada con la información obtenida por los administradores, puede concluir en una afectación de los intereses de los propietarios, que la sociedad debería buscar y proteger.

La separación de la propiedad y el control de las sociedades comerciales deriva en lo que se conoce como costos o problemas de agencia; problemática que, según Meckling y Jensen (1976), se asocia con la relación principal-agente (p. 309), en cuanto existe una

diferencia entre los intereses de los propietarios de la sociedad y los de aquellos que la dirigen o gerencian⁷.

En el caso ecuatoriano, el núcleo familiar concentra la posesión y control de las compañías anónimas familiares. La separación de la propiedad y control de una compañía es un fenómeno que puede afectar a las S.A.F.E. en la medida que estos aspectos fundamentales se dispersan en más individuos cuando, por ejemplo, estas compañías están conformadas además por otros accionistas, lo cual ocurre de este modo al momento que ingresan al mercado bursátil. Como consecuencia de ello, la compañía se conformará por más accionistas o propietarios. De esta manera, las compañías anónimas familiares están sujetas a los problemas que se derivan de la separación de su control y propiedad.

1.4. Autorregulación y Autonomía de la Voluntad

Recurrir a formas autónomas de “regulación” es una solución presente cuando los medios provistos por la ley no son suficientes para solventar los problemas que se quieren superar. En el caso de las sociedades cotizadas –en general–, para enfrentar los problemas de separación del control y propiedad de una sociedad mercantil y satisfacer el interés social, surgen dos instrumentos: el buen gobierno corporativo y el pacto parasocial, cuyos fundamentos jurídicos recaen precisamente en la autorregulación y en la autonomía de la voluntad.

En lo que respecta a los códigos de buen gobierno, Arosemena (s.f.) menciona que estos están mayoritariamente conformados por “sistemas de autorregulación que crean los incentivos necesarios para disminuir el riesgo de que se produzca una perversión total de los estados financieros de las sociedades, la ocultación de información relevante y otras actividades que perjudican a los accionistas” (p. 4); resaltando de esta forma, la

⁷ Los términos “problemas de agencia”, “principal” y “agente” forman parte de la teoría de agencia, que describe la relación contractual que existe entre los miembros de una sociedad mercantil y serán explicados en una sección aparte ya que constituyen parte de una teoría que envuelve a las sociedades mercantiles

importancia que representa el otorgar a las compañías la posibilidad de generar normas que permitan la correcta gestión de sus recursos.

Desde un punto de vista societario y de derecho privado, la autorregulación otorga un papel importante a las S.A.F.E. y a sus miembros en la medida que, la generación de incentivos para aplacar los riesgos de los problemas de agencia surge de los mismos integrantes de las compañías. Por este motivo, se entiende que la regulación resultante de esta actividad autónoma está enfocada en la maximización del valor de la compañía y, además genera responsabilidades directas sobre las consecuencias de la toma de decisiones de los accionistas bajo las reglas que ellos han establecido.

La autorregulación tiene una relación directa con ⁹⁷ el principio de autonomía de la voluntad que rige al derecho privado, en el cual existe “la posibilidad de determinar el contenido del contrato típico como la de crear figuras contractuales atípicas” (Fridman, 2007, p. 255); lo que implica que las partes suscriptoras de un contrato tienen la posibilidad de plantear las reglas bajo las cuales se verán obligadas, a manera de un traje a medida, que les permita satisfacer sus intereses.

En el caso del derecho societario, la noción de autonomía de la voluntad, de acuerdo con Fridman (2007), se encuentra limitada en cuanto existen reglas que imposibilitan la creación de figuras atípicas, sin embargo, existe “la posibilidad de ejercer la autonomía de la voluntad en cuanto a la determinación del contenido del contrato de sociedad, insertando en un esquema societario típico cláusulas atípicas” (p. 255).

En consecuencia, ² el principio de autonomía de la voluntad se extiende al derecho societario con límites planteados por las normas que ordenan la conformación de las compañías; lo cual deja lugar a que este principio se manifieste explícitamente al interior de las sociedades establecidas típicamente, con la posibilidad de generar sus propias reglas de gestión y organización interna. Esto sitúa a los pactos parasociales como la

evidencia más clara de la manifestación del principio de autonomía de la voluntad en el derecho societario.

En la realidad societaria ecuatoriana, el caso no es diferente puesto que, ¹⁸ el principio de autonomía de la voluntad se encuentra prescrito en el Código Civil y, además, existen limitaciones a su aplicación, las cuales están impuestas por la ley de especialidad, es decir, por la Ley de Compañías. Estas limitaciones se manifiestan en los requisitos impuestos por la mencionada ley para constituir una compañía anónima.

De esta manera, el contenido de los estatutos y la escritura de constitución restringen la autonomía de la voluntad, sin embargo, gracias a lo ⁵⁵ previsto en el artículo 191 de la Ley de Compañías, se prevé la existencia de los pactos parasociales en el derecho societario. Claro está que el reconocimiento de la existencia de estos convenios es insuficiente y presenta un problema, cuestión que será analizada en el capítulo tercero de la presente investigación.

1.5.Libertad de contratación

Como ya se mencionó anteriormente, en el derecho privado, la posibilidad de los individuos de actuar de manera libre –dentro de lo que permite la ley- al momento de establecer acuerdos o contratos con otros es lo que en el caso de las compañías anónimas permite la maximización de su valor cuando buscan financiamiento bursátil.

Cremades Sanz (1984) define al Principio de la Libertad de Contratación como aquel por el cual “los particulares decidan con quién contratar, cuál será el objeto del contrato, cómo será regulada esa relación contractual e, incluso, cómo serán solucionadas o resueltas las diferencias que pudieran llegar a surgir entre las partes contratantes” (citado por Betancourt, 2012, p. 4); lo cual permite que las partes satisfagan sus intereses a través de la implementación de obligaciones mutuas.

En la realidad societaria la libertad de contratación crea una flexibilidad que ayuda a satisfacer los cambiantes intereses de sus actores –accionistas, administradores, acreedores, entre otros- lo cual a su vez posibilita la reducción de los problemas de agencia presentes en esta realidad.

De manera muy similar a la autonomía de la voluntad, la libre contratación también enfrenta limitaciones, las cuales en un primer momento están determinadas por lo que Merino (2006) establece como orden público (citado por Betancourt, 2012, p. 4); y en un segundo momento, los límites de la libre contratación circunscritos en el establecimiento de la tipicidad del derecho societario.

En este sentido, las limitaciones a la libre contratación en la estructura interna de una S.A.F.E. Es decir, respecto a la ordenación de las relaciones entre los accionistas, inversionistas y administradores mediante convenios, están constituidas, en primer lugar, por las normas establecidas en la Ley de Compañías y luego por las normas establecidas ¹³¹ en el Código de Comercio, el Código Civil y el orden público.

Frente a las mencionadas limitaciones, es importante comprender la Teoría de Williamson sobre la concepción de libertad de contratación, ya que, como lo explica Argandoña (1994), en el sistema capitalista las instituciones tienen como objetivo principal la ⁸⁴ reducción de los costos de transacción, y la figura destinada para alcanzar ese fin es la del contrato (p. 6); de esta forma, dentro de la dinámica societaria que envuelve a la gestión de las compañías anónimas familiares del Ecuador, el contrato entre accionistas –o pactos parasociales- es el mecanismo adecuado para solucionar los problemas de agencia que surgen de la gestión de las sociedades encargada a un administrador, a través de la correcta distribución de deberes y obligaciones mediante este tipo de contratos para buscar satisfacer el interés social.

1.6. Buen Gobierno Corporativo

Debido a las consecuencias que la actividad económica de las S.A.F.E. tiene sobre los diferentes actores del sistema societario, se debe establecer la forma o el criterio a seguir para la gestión delegada de las compañías y la delimitación de responsabilidades, deberes y obligaciones, ya que todo ello les permitirá ingresar al mercado de valores y atraer la inversión necesaria para maximizar su valor de manera legal sin que se vulneren los intereses de los actores de la dinámica societaria en el ámbito bursátil.

En línea con la reflexión anterior, De Quirós (2003), define a los códigos de conducta en el ámbito del gobierno corporativo como “los instrumentos y órganos a través de los cuales se determinan y se controlan los derechos de gestionar los recursos de las compañías con vistas a conseguir los fines establecidos por los accionistas” (citado por Arosemena, s.f., p. 3).

Desde esta perspectiva, y como lo menciona Córdoba (2014), al ser códigos de conducta de carácter privado su “incumplimiento normalmente no se sanciona de manera jurídica sino económicamente” (p. 84) debido a que las sociedades al no ajustarse a las normas de gestión que ellos mismos crearon para maximizar su valor generan una mala imagen a su alrededor, lo que provoca la pérdida de oportunidad de captar inversores.

La relación que el buen gobierno corporativo mantiene con la autonomía de la voluntad se expresa en la medida que (Córdoba, 2014, p. 85) al no ser normas legales obligatorias, exige que el cumplimiento y eficiencia de los códigos de conducta dependan únicamente de su implementación en las sociedades, es decir, el buen gobierno corporativo se fundamenta en la capacidad de los individuos de cumplir con las obligaciones que se han impuesto por efecto de su aplicación en la S.A.F.E. lo cual ocurre por la naturaleza orientadora -de las normas de buen gobierno corporativo- y la falta de una consecuencia jurídica.

1.7. Maximización del “valor” para el accionista o *shareholder value*

Dentro de la gestión delegada de las sociedades mercantiles, la propuesta de maximizar su valor y determinar a quiénes deben dirigirse esos beneficios plantea una interrogante que se debe contestar desde una perspectiva económica. La interrogante que se plantea está enfocada a buscar la determinación de los mecanismos que las sociedades mercantiles deben adecuar para obtener mayores beneficios, y en favor a quién se deben determinar.

En primer lugar, como lo manifiesta Jensen (2009):

La maximización del valor establece que los directivos deberían tomar las decisiones de manera que se incremente el valor total de mercado a largo plazo de la empresa. El valor total es la suma de los valores de todos los saldos acreedores contra la empresa -incluidos fondos propios, deuda, acciones preferentes y garantías- (p. 66)

Commented [JP1]: Revisar esta cita en el texto anterior, parece ser cita textual y debería ir con otro formato.

Esto quiere decir, que los órganos directivos de las sociedades deben tener en cuenta qué acciones deben llevarse a cabo para que las sociedades adquieran cada vez más valor en el mercado, lo que se logra al analizar cuáles decisiones tomar para que los miembros tengan el mayor beneficio posible derivado de la creciente valoración de la compañía en el mercado.

En segundo lugar, con un enfoque en las acciones de las sociedades mercantiles, otra definición de lo que se puede entender por *shareholder value*, se encuentra en manos de Córdoba (2014) que manifiesta que este consiste en “la obligación de quienes gobiernan la empresa accionaria de elevar al máximo el valor de las acciones en que se divide el capital social” (p. 87), dejando también en claro, la implementación de un modelo en el que los administradores de las sociedades anónimas tienen la obligación de satisfacer los intereses de los accionistas (Córdoba, 2014, p. 88).

Un punto importante que se plantea en esta teoría es la correspondencia, que de acuerdo con su planteamiento:

El valor de los títulos en el mercado de valores expresa el máximo valor patrimonial de la compañía, ya que si no existe correspondencia entre el valor de mercado de la acción y el verdadero valor de la empresa accionaria se presenta un motivo para controvertir la labor de la administración [...] (Córdoba, 2014, p. 88) En este sentido, y bajo la premisa de satisfacer el interés de los accionistas respecto

al valor de la compañía, se establece un sistema de gestión en que los socios ven protegidos sus intereses en la valoración positiva de la compañía en el mercado y, como menciona Córdoba (2014), una aproximación de los intereses de los administradores (p. 88), que reciben una remuneración por su labor; siempre y cuando, respondan de manera positiva al cumplimiento de lo que esperan los primeros (accionistas).

Por este motivo, se puede decir que, en el sistema del mercado bursátil, maximizar el valor del accionista significa maximizar el valor de la compañía. El caso ecuatoriano no resulta distinto puesto que si lo que se pretende es maximizar el valor de una compañía anónima familiar, el mercado bursátil es la vía para conseguir ese objetivo.

Al cumplirse este escenario, otras teorías y conceptos determinan la efectividad del mercado bursátil, de modo que la maximización del valor del accionista, el interés social y la teoría de agencia se vinculan entre sí y actúan en conjunto ya que la maximización del valor del accionista ocurre en la medida que ¹¹⁵ la valoración de las acciones de la compañía anónima familiar incrementa.

Esto se logra a través de la satisfacción de los intereses de los administradores y accionistas en la medida que la teoría de agencia, es decir, la delegación de la gerencia de la sociedad anónima familiar sea aplicada para minimizar o eliminar los problemas de agencia, lo cual, como resultado final deriva en la maximización del valor de la compañía en el mercado bursátil y ello a su vez genera nuevamente la maximización del valor del accionista.

Por otro lado, Jensen (2009) destaca la existencia de una postura, que en primera instancia resulta contraria al *shareholder value*, denominada *Stakeholder Theory*. En

síntesis, esta teoría considera que “los directivos deberían tomar decisiones de forma que se tengan en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* de la empresa”; dando a entender, que no solamente se debe tomar en cuenta los intereses de los accionistas sobre el desempeño de la compañía, sino que de igual manera se debe contemplar los intereses de aquellos individuos que pueden influir en el desempeño de la sociedad –como por ejemplo los empleados, clientes, comunidades, entre otros.-, lo cual también se relaciona con la teoría que explica que el interés social acoge también los intereses de individuos externos a las compañías anónimas familiares.

Consecuentemente, la teoría del *stakeholder* no es contraria a la teoría de maximización del valor del accionista. En realidad, la teoría del *stakeholder* suma los intereses de quienes pueden influenciar o verse influenciados por la maximización del valor de las compañías anónimas familiares al entendimiento del interés social y, por lo tanto, ambas teorías se complementan e influyen en el desempeño de estas compañías al cotizarse en bolsa.

1.8. Teoría de Agencia: Problema, costo de agencia y pérdida residual.

La tendencia a maximizar el valor de las compañías produjo la búsqueda de financiamiento, lo cual trajo consigo la evolución de las sociedades mercantiles y cambios en la forma en que estas se gestionan. La obtención de financiamiento significó la integración de más propietarios a las compañías, en forma de inversionistas que, al adquirir partes de las compañías (valores o acciones) se convertían en accionistas (propietarios) de la sociedad cotizada. Esto produjo que la toma de decisiones se dificulte ya que más accionistas estaban involucrados en esta tarea, por lo que, en un intento de disminuir estos problemas surge la teoría de agencia, la cual propone un modelo de contratación de la gestión delegada de las compañías caracterizado por la separación de la tarea de gestión y la de posesión de una compañía a dos órganos diferentes.

El planteamiento de la teoría de la agencia como ⁹⁶ una forma de abordar los problemas de las compañías tiene su origen desde la teoría económica, guardando relación con los costes de transacción que los miembros a cargo de la gerencia -de la actividad económica- y toma de las decisiones deben asumir.

Jensen y Meckling (1976), destacan que la definición de teoría de la agencia implica el hecho de delegar a un agente la posibilidad de tomar decisiones de autoridad (p. 308), para aligerar, de esta manera, las responsabilidades de toma de decisiones enfocadas en el incremento de los beneficios de la sociedad; ⁸⁰ lo cual, en el caso de las sociedades anónimas -en donde se puede llegar a tener un gran número de accionistas-, en teoría, posibilita una mejor gestión de los costes de transacción.

De esta forma, Torres, Buitrago, Vélez, Parra y Valencia (2013), manifiestan que “agente es una persona que actúa en nombre de otra, llamada principal” (p. 55); planteando que en esta relación principal-agente se aplican “incentivos que motivan el comportamiento de los agentes en favor de la maximización del bienestar del principal, pero también están presentes fallas de mercado como la asimetría de información y fallos de los controles e incentivos” (Torres et al., 2013, pp. 55 y 56).

Las actuaciones del agente en favor del principal se cimientan en una relación contractual “generada básicamente por la separación entre propiedad y control” (Manasliski y Varela, 2009, p. 49); en la cual el agente se obliga “a defender los intereses del principal y como contrapartida cobra una remuneración bajo la forma que sea” (Castaño, 1999, p. 7).

Esta relación de origen contractual permite a los dueños de las compañías anónimas familiares delegar parte de su responsabilidad de toma de decisiones sobre la gestión de la compañía al agente, de manera que al ingresar estas al mercado bursátil, el ⁶⁶ proceso de toma de decisiones que involucra el acuerdo de varios accionistas se ve simplificado, y al

obtener el financiamiento mediante la cotización de sus valores en bolsa el valor de la compañía y los accionistas se maximiza.

A pesar de formularse como una solución ante la reciente evolución de la forma de gestionar una sociedad, la teoría de agencia presenta dificultades que son determinadas como “problemas de agencia”, como se explica a continuación:

Es así, como Morales (s.f.) menciona que “El problema de agencia consiste básicamente en resolver de qué forma puede el Principal asegurar que el Agente lleve a cabo la actuación de forma óptima y acorde con los intereses del Principal y no de los propios”; planteando la dificultad de definir los mecanismos por los cuales se puede ejercer un control efectivo dentro de esta relación.

A partir de la comprensión de los problemas de agencia se ha desarrollado un pensamiento que refleja cómo afecta esta teoría en las relaciones entre accionistas de una compañía, que ha sido reconocida como

...the controlling shareholder tradeoff, which consists of two different agency problems: the conflict of interest that arises from the separation of ownership and control (i.e., monitoring the management) and the conflict between a controlling shareholder and non-controlling shareholders over the extraction of private benefits of control. (Jentsch, 2019, p.244).⁸

Por lo que son evidentes los conflictos que se generan en la estructura interna de una compañía, provocados por problemas de agencia.

Consecuentemente, dentro de la teoría económica, Zuluaga y Lotero (2010) plantean “el problema de la asimetría de información y del riesgo moral entre el agente y el principal” (p. 16), que genera costos de transacción más elevados a la sociedad mercantil y dificultades respecto a las relaciones entre los socios y los administradores dentro de la misma. La asimetría de información implica que el agente tiene información

⁸ La compensación del accionista controlador, que consiste en dos problemas de agencia diferentes: el conflicto de intereses que surge de la separación de la propiedad y control (de la compañía) (por ejemplo, el monitoreo de la gerencia) y el conflicto entre accionistas controladores y accionistas no controladores sobre la obtención de beneficios privada de control. (Traducción libre al español).

relevante sobre la compañía que el principal no posee y ello provoca una gestión de la sociedad mercantil con defectos.

Para comprender de mejor manera cómo los problemas de agencia afectan a los intereses de los propietarios de la compañía frente a los intereses de sus administradores, Jensen y Meckling (1976), proponen un ejemplo en el cual, cuando el principal tiene control completo de la gestión y decisiones dentro de la sociedad, lo hace pensando únicamente en sus intereses; y de esa forma, maximiza su utilidad -esta incluye no solamente lo que recibe en retorno, sino también, los beneficios generados de actividades no pecuniarias- (p. 312). En este mismo análisis, cuando existe una relación principal-agente, y el primero cede parte del control al segundo, los intereses de cada uno de ellos se contraponen debido a la mencionada asimetría de información, originando que, por esa gerencia defectuosa, sin armonía entre los integrantes de la teoría de agencia, se desencadene una reducción de utilidades, lo que tiene relación con los asertos de Jensen y Meckling (1976).

De este modo, los problemas de agencia dejan en evidencia la problemática en la que están inmersas las sociedades anónimas familiares cotizadas, que supone la integración y satisfacción de los intereses de los individuos que se relacionan ya sea al interior de la sociedad (accionistas y administrador) o por fuera de ella (por ejemplo, acreedores).

Si bien esta problemática puede afectar a las compañías anónimas familiares cotizadas en Ecuador, el propósito de este trabajo es superar este inconveniente en la gestión delegada a través de la práctica de pactos parasociales y un buen gobierno corporativo, para que de esta forma se puedan aprovechar las ventajas propias de la teoría de agencia y las compañías maximicen su valor con el financiamiento a través de la oferta de sus valores en bolsa.

1.9. "Gobierno" en las sociedades anónimas

Una vez analizados los conceptos y teorías anteriores y aclarado cómo funcionan algunas instituciones del derecho societario desde una perspectiva económico-jurídica, es importante determinar cómo todo ello se concreta en las sociedades mercantiles, y específicamente, en las S.A.F.E. Por esta razón, es necesario entender su estructura y cuál es su régimen de propiedad.

En primer lugar, tal como lo determina Salgado (2016), el régimen de propiedad y la estructura de las sociedades anónimas consiste en "Una sociedad capitalista cuyo capital social se encuentra dividido en acciones de libre negociación, formado por la aportación de los accionistas que responden únicamente por el monto de sus acciones, es decir, en el fondo, con sus aportes" (p.1).

Este esquema de las sociedades anónimas permite su ingreso al mercado bursátil, debido a la forma en la que se estructuran. Esto quiere decir que las sociedades anónimas familiares constituyen su capital social con las aportaciones de sus accionistas, lo cual permite que, al ingresar al mercado bursátil, la negociación de las acciones genere financiamiento a las compañías.

Por lo tanto, aquellas sociedades anónimas familiares, cuya estructura se organiza en base al modelo contractual propuesto por la teoría de agencia y que, además utiliza pactos parasociales y buen gobierno corporativo para minimizar los problemas de la separación de su propiedad y control en órganos distintos, integrando los intereses de todos sus miembros logrará obtener recursos en el mercado bursátil y ello maximizará su valor en el mercado.

CAPITULO II

Pactos entre accionistas y oferta pública de acciones OPA

2.1. Revisión del marco normativo de la OPA y compraventa de acciones en el Ecuador.

De acuerdo con los registros de la Bolsa de Valores de Quito, la historia del mercado bursátil en el Ecuador inicia en el año 1882, con la entrada en vigor del primer Código de Comercio ecuatoriano que introdujo las bolsas de comercio. En el año de 1884 se funda la primera Bolsa de Comercio en la ciudad de Guayaquil. Cincuenta y un años más tarde, es decir, en 1935 se crea la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A. en la misma ciudad.

En el año 1964 se expiden la Ley de Compañías y la Ley de la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional que sustituyó a la Comisión Nacional de Valores creada en 1955. Luego, en 1969 se expide la Ley No. 111 que faculta a la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional la fundación y promoción de la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A., además el mismo año se otorga las Escrituras Públicas de Constitución de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil como compañías anónimas.

¹ En 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores, misma que establece que las Bolsas de Valores deben constituirse como corporaciones civiles, disponiendo su transformación jurídica. El 20 de mayo de 2014 se expide la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil que exigió la transformación de las bolsas de valores de corporaciones civiles a sociedades anónimas (Bolsa de Valores de Quito, s.f.)⁹.

Al igual que en otros países del mundo, en Ecuador las compañías anónimas no solo participan en el mercado donde satisfacen a la demanda -los consumidores- con su oferta -productos o servicios-, también en otro donde buscan financiamiento para crecer y mejorar su posición ante la competencia ya que, con más recursos a su disposición aumentan su producción y se vuelven más competitivos. Uno de los mercados al que recurren las sociedades mercantiles en búsqueda de financiamiento se denomina mercado de capitales y participan en él a través de la emisión y oferta pública de sus acciones o títulos valor.

El financiamiento de las compañías, según la doctrina ecuatoriana reflejada en el pensamiento

del Doctor Juan Isaac Lovato, reposa en dos pilares fundamentales, el mercado financiero, el cual se dedica fundamentalmente a la llamada intermediación financiera, que es el captar el dinero por parte de bancos, mutualistas y sociedades financieras, de los llamados ahorristas y entregarlo a terceros vía créditos en el corto y largo plazo. (Cacciani, 2013, p.4)

El mismo Lovato (2012) (citado por Cacciani, 2013, p.4) explica que el segundo pilar es el mercado de valores, que opera de forma tal que no existe intermediario que se apropie del dinero, por lo cual se caracteriza especialmente por la presencia de una relación directa entre las sociedades y el inversor, lo cual es reconocido como desintermediación financiera.

⁹ La información acerca de la historia del mercado bursátil en el Ecuador ha sido recuperada de <https://www.bolsadequito.com/index.php/historia-institucional2>



Gráfico 3. Representación de actores y relaciones en desintermediación financiera. Elaborado por el Autor

Algunas de las principales ventajas del financiamiento mediante la participación en el mercado de valores son sus dos tipos de inversión:

1. Las provenientes de títulos de renta fija las cuales de acuerdo con la Bolsa de Valores de Quito (2006) (citado por Galarza, 2015) son aquellos cuyo valor se encuentra previamente determinado por un plazo y rentabilidad inmutables, y,
2. Las de títulos de renta variable que, a diferencia de los anteriores, su valor se determina en base al rendimiento económico de su emisor y la variación del comportamiento del mercado, razón por la cual son considerados como más riesgosos frente a los títulos de renta fija (Terán, 2015).

Esto permite al inversionista o público en general optar por cualesquiera de estas, privilegiando el riesgo o acrecentando el mismo (Dirección Nacional de Investigación y Estudios. Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2016).

En el Ecuador, las sociedades mercantiles que busquen financiamiento diferente al bancario pueden acudir a las Bolsas de Valores, las cuales son instituciones donde ofertan sus valores o acciones al mercado.

Es muy importante comprender que, desde el punto de vista del mercado de valores, aquellas compañías que ofertan sus valores en Bolsa se conocen como “abiertas”, mientras que las que no lo hacen se las conoce como “cerradas”.

Lovato (2012) (citado por Cacciani, 2013) explica que, en el caso ecuatoriano, las Bolsas de Valores tienen naturaleza de corporaciones civiles sin fines de lucro que

cumplen funciones de plataforma en la que compradores y vendedores compran y venden valores con la asesoría de las Casas de Valores¹⁰.

Esta situación se modifica con la expedición de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil en el que se estableció que las Bolsas de Valores deberán cambiar su estructura a la de sociedades anónimas, sin embargo, el rol de las Bolsas de Valores como plataforma de compraventa de acciones se ha mantenido intacta (Bolsa de Valores de Quito, s.f.).

A pesar del beneficio que significa para las sociedades mercantiles que participen en el mercado bursátil, este es un segmento muy poco utilizado en el Ecuador. Esto se refleja en los resultados del índice del año 2019 “AEI INDEX 2019”, elaborado por el Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa de la Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador en conjunto con la Alianza para el Emprendimiento y la Innovación. Específicamente en el dominio de financiamiento que determina la disponibilidad de recursos para las compañías ecuatorianas y mide entre otros, el tamaño y liquidez del mercado de valores, se señala que existe “un reducido uso del mercado de valores en el país” (Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa. Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador y Alianza para el Emprendimiento y la Innovación, 2019, p.13) y lo compara con el mercado bursátil de Colombia, Chile y Estados Unidos que tienen mayor tamaño, es decir, hay más participación de compañías en estos (ver **Figura 4**).

¹⁰ Las casas de valores son compañías anónimas que cumplen la función de intermediario entre la Bolsa de Valores, los emisores y los compradores en el mercado bursátil.

Dominio Financiamiento

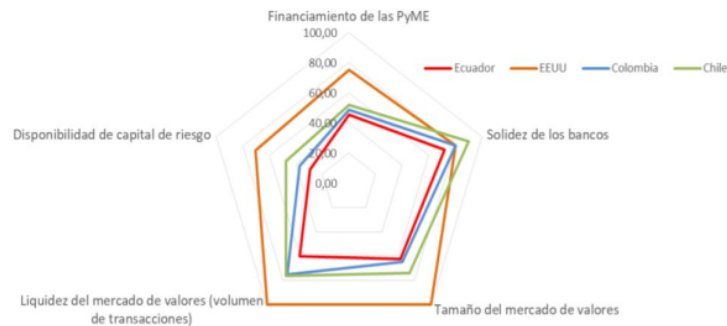


Gráfico 4. Dominio Financiamiento.

Elaboración: Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa. Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador y Alianza para el Emprendimiento y la Innovación.

Fuente: Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa. Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador y Alianza para el Emprendimiento y la Innovación. (2019). *AEI INDEX 2019*. Recuperado de <https://www.uasb.edu.ec/web/observatorio-pyme/aei-index>

Consecuentemente, la propuesta de la presente investigación posibilitará a las S.A.F.E. ingresar al mercado bursátil y aprovechar sus beneficios financieros, teniendo en cuenta la poca participación de compañías en este, lo cual significará una ventaja competitiva para estas sociedades mercantiles.

Para que una SAFE participe en el mercado bursátil, primero es necesario entender que quien tenga más acciones de una compañía tendrá mayor propiedad y consiguientemente, poder de decisión. Por esta razón, cuando una compañía quiere cotizar en el mercado bursátil, dicha decisión dependerá de la Junta.

En este sentido, la activa participación de la Junta detrás de la oferta de acciones en Bolsa es el motivo por el cual se precisa que este mercado tiene gran relevancia para las compañías. La deliberación de la Junta se traduce en la pugna de poderes individuales que controlan a la persona jurídica, motivo por el cual se puede decir que tanto el mercado

de valores como su legislación adjunta pueden utilizarse como herramienta de toma de control de sociedades mercantiles (Cacciani, 2013, p.6).

Cacciani (2016) añade que la Ley de Mercado de Valores reconoce esta potestad de decisión al prescribir en su artículo 192 que tienen el control de una sociedad las personas que por sí mismas o junto a otras en actuación conjunta tienen la capacidad de influir definitivamente en sus decisiones o pueden garantizar la mayoría de los votos en las juntas del accionariado y pueden elegir a la mayoría del organismo de gestión de las compañías.

De este modo, una vez que la Junta de la compañía cerrada haya deliberado al respecto, si se ha decidido cotizar en el mercado bursátil, ésta deberá ofertar sus acciones en la Bolsa mediante una acción conocida como Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA), la cual consiste en

una invitación dirigida al público mediante la utilización de medios de comunicación y difusión. Se trata, simplemente, de una presentación de valores cuya colocación en el público se pretende. (Ramírez, s.f., p.15)

Previo a la realización de una oferta pública de acciones, la compañía deberá observar y cumplir ⁶⁰ con lo establecido en el artículo ⁷ 12 de la Ley del Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), el cual prescribe los siguientes requisitos a cumplir por parte de la persona jurídica emisora:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V.¹¹ Para este último caso;
2. Encontrarse inscrito en el Catastro Público del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste;
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías; y,

¹¹ Estas siglas corresponden al Consejo Nacional de Valores.

4. Cumplir con los requisitos de estandarización de emisiones que para el efecto dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (énfasis fuera de texto) (LMV, 2006, art. 12).

El mismo artículo luego prescribe que, una vez que la compañía cumpla con estos requisitos deberá proporcionar la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que luego deberá inscribir los valores del emisor (la compañía) en el Catastro Público del Mercado de Valores (LMV, 2006).

Por último, de acuerdo con ⁷³ lo prescrito en el artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores, el emisor deberá elaborar un documento denominado “prospecto”, el cual

contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V. Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (LMV, 2006, art. 13).

Una vez que el emisor hay cumplido con estos preceptos podrá ofertar sus valores en Bolsa a través de Casas de Valores, sin embargo, se debe tener en cuenta que esta operación puede ocurrir en dos mercados diferentes: primario y secundario, en las que respectivamente se configura una operación distinta.

En el mercado primario tienen lugar las operaciones de los emisores que venden sus valores a inversionistas por medio de una oferta privada de valores, mientras que, en el mercado secundario se realiza la compra y venta de valores ya emitidos por inversionistas, estas operaciones pueden darse por medio de mercados públicos o igualmente de forma privada (Amigo, 2000, p.88).

Al respecto, la Ley de Mercado de Valores reconoce esta diferenciación doctrinaria a manera de dos transacciones distintas y las establece en el artículo 11, el cual prescribe:

Art. 11.- Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria. Oferta pública *primaria* de valores, es

la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin. Oferta pública *secundaria* de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente. (énfasis fuera de texto) (LMV, 2006, art. 11).

De este modo, la legislación ecuatoriana reconoce y diferencia los dos mercados de valores, sin embargo, para efectos de la presente investigación, el mercado de interés es el primario.

En este sentido, la verdadera configuración ²⁹ del Mercado de Valores como fuente alternativa de financiamiento de las compañías se perfecciona con la oferta pública de acciones primaria ya que en dicho momento logran captar recursos de los inversionistas (Vidal, s.f., p.16).

La oferta pública de acciones puede deducirse en un primer momento como un simple acto de oferta a consumidores específicos dentro de un mercado en el que se negocian los valores o acciones de sociedades mercantiles.

Sin embargo, desde la perspectiva del Derecho, la oferta pública de adquisición de acciones es una operación jurídica que permite poner en el mercado las acciones de una compañía. En este sentido, el mismo autor añade que “la oferta pública de valores, además de ser un acto jurídico unilateral, no recepticio, es también un acto nominado, desde que existen normas que le atribuyen nomen juris y establecen su régimen legal” (Vidal, s.f., p.16).

En este sentido, se entiende que la oferta pública de valores es un acto jurídico unilateral ya que proviene de la voluntad de una sola parte –en este caso, la sociedad mercantil- y se entiende que es no recepticio en sentido que la voluntad expresada en el acto no está dirigida a un destinatario determinado –en este caso, es una oferta abierta al público inversionista en general-.

Según Córdoba Bueno (s.f.), la “OPA” comprende una operación financiera que tiene por finalidad obtener una participación significativa en el capital de una sociedad,

normalmente cotizada, que habitualmente se denomina sociedad afectada, mientras que, quien lanza la OPA, se denomina “entidad oferente”¹¹¹ -que puede ser una persona física o jurídica, o varias-. De igual manera explica que una oferta pública de acciones puede realizarse sobre una empresa cotizada o sobre una empresa no cotizada. En el primer caso, existen normas de obligatoriedad fijadas legalmente, mientras que, en el caso de una empresa no cotizada, la oferta pública de acciones tendrá normalmente el carácter de oferta pública de acciones voluntaria.

La oferta pública de acciones tendrá diferentes denominaciones según el modo en que se realicen, es así como García (2012) manifiesta que hay diferentes tipos de ofertas públicas de acciones, entre las que se pueden encontrar las “obligatorias”,³ aquellas que se efectúan por la totalidad de acciones de la empresa a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna. Por el contrario, se denomina “oferta pública de acciones voluntaria” a la que no esté sujeta a requisitos legales de precio o número de acciones y el oferente sí puede establecer condiciones.³

Además, García (2012) explica que la oferta pública de acciones que permite a los accionistas de la sociedad afectada vender sus acciones a un precio equitativo es conocida como “oferta pública de acciones por toma de control”; “competidora” es la oferta pública de adquisición de acciones que ocurre cuando esta⁴ afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado; finalmente, aquella oferta pública de acciones que busca permitir a los accionistas la venta de sus acciones antes de que la compañía deje de cotizar en bolsa se denomina “de exclusión”.³

Es así que, en correspondencia a lo que concierne a la presente investigación, la oferta que ha de realizar el emisor en el mercado primario es una oferta pública obligatoria de adquisición de acciones que la ley de Mercado de Valores reconoce como la

adquisición de acciones u obligaciones convertibles en acciones que permita tomar el control del emisor en uno o varios actos consecutivos o que faculten a una o varias personas adquirir una participación significativa de las acciones, de manera directa o indirecta, con derecho a voto en la sociedad mercantil emisora (LMV, 2006).

De este modo se entiende que la legislación ecuatoriana comprende a la oferta pública obligatoria de acciones como aquella operación en la que una persona jurídica mercantil oferta sus acciones a una o varias personas con el objetivo de que estas -a cambio- puedan tomar el control de dicha compañía o adquieran derecho a voto en las Juntas de accionistas de esta.

En el Ecuador se encontraba prevista la toma de control de una compañía, la cual, conforme lo prescrito por el artículo 36 de la Ley de Mercado de Valores ocurría cuando una persona natural o jurídica cuya intención -directa o indirectamente- era tomar el control de una sociedad que cotizara en Bolsa, debiendo informar su pretensión a la sociedad, al público en general y a cada una de las bolsas con por lo menos 7 días hábiles anteriores a la fecha en que se efectuaría la negociación (Cacciani, 2013, p. 13).

En este sentido, al tener en cuenta la explicación de García sobre la oferta pública de acciones por toma de control, la legislación ecuatoriana contaba con una oferta similar a este tipo que, si bien no surgía de un emisor, habría facultado a los accionistas de la compañía vender -mediante una oferta- sus acciones a un precio igual, lo que hubiese permitido a cada miembro la obtención del mismo beneficio. A pesar de contemplar con este mecanismo en la legislación ecuatoriana, este artículo fue derogado en el año 2014, y, en su lugar, la Ley de Mercado de Valores (2006) define a la toma de control como la capacidad de dirigir las actividades de una compañía, ya sea de manera directa o indirecta por medio de la representación o posesión en el capital de la persona jurídica.

En un principio la toma de control involucraba un acto de publicidad de la intención ¹²⁴ de adquirir la totalidad de las acciones de una compañía, operación que necesariamente involucraba una “oferta”, sin embargo, posteriormente la ley solo la define como un “acto de gerencia”, por lo cual, la toma de control pierde la calidad de oferta. Esto imposibilita el uso de un instrumento especial previsto por ley para que las personas adquieran la totalidad de las acciones de una compañía y por consiguiente se dificulta la dinámica de oferta y adquisición de valores en el mercado bursátil.

Consecuentemente, al analizar la situación de una compañía anónima familiar cerrada (C.A.F.C.) del Ecuador, cuya intención es ofertar sus valores por primera vez en el mercado bursátil, la sociedad ha de ¹³⁹ cumplir con los requisitos establecidos en los artículos 12 y 13 de la Ley de Mercado de Valores previo a acceder a dicho mercado. Una vez cumplidos los requisitos de ley, la compañía se deberá apegar al mecanismo establecido en el artículo 11 de la Ley de Mercado de Valores para efectuar una oferta pública obligatoria de adquisición de acciones mediante la cual obtendrá el financiamiento que busca.

Esto sin dudas solventará las necesidades que pretendía satisfacer al acceder a este mercado, pero ofertar sus acciones en bolsa tiene consecuencias que deberá enfrentar, como por ejemplo la fragmentación de su organización interna en un órgano de gestión y otro de posesión, problemática desarrollada por la teoría de problemas de agencia, la cual explica que dentro de una compañía cuyo control y posesión están representadas en individuos distintos existirán problemas derivados de la diferencia de información que cada individuo posee, ya que ello pondrá a uno en desventaja respecto al otro provocando que la compañía no se maneje de manera adecuada y por lo tanto su desempeño económico también esté menoscabado.

2.2. Teoría de Agencia: revisión del pacto entre accionistas desde un enfoque positivo (descriptivo)

Las sociedades mercantiles surgen como una herramienta que facilita la realización de actividades comerciales a las personas ya que les permite asociarse y aportar con bienes o capital para obtener mayores utilidades. A lo largo de la historia esta entidad ha sufrido varias modificaciones, acoplándose a las necesidades de los socios que las conforman, de manera tal que fue evolucionando y dividiéndose en varios tipos de sociedades que persiguen diferentes objetivos comerciales.

Dentro de la ²clasificación de las sociedades mercantiles podemos encontrar aquella denominada “sociedad o compañía anónima”, uno de los modelos societarios más comunes. Este modelo, al igual que otros, está inmerso en una problemática propia del Derecho Societario que se desarrolla a partir de la separación de sus órganos de control y propiedad, más conocida como problema de agencia.

Para comprender este problema es necesario revisar la institución “agencia”, de origen inglés, la cual el derecho anglosajón ha definido como “Una relación fiduciaria creada de manera expresa o tácita, por contrato o por Ley; mediante la cual una parte, denominada *Agente*, actúa en nombre de otra, denominada *Principal*. Siendo las actuaciones de la primera, vinculantes para la segunda” (énfasis fuera del texto) (Black’s Law Dictionary, citado por Isaza y Robledo, 2010, p.15).

Isaza y Robledo (2010) explican que la agencia fue la institución que permitió delegar la gestión de las sociedades anglosajonas a terceros diferentes a los socios para mantener el control de los administradores mediante la asignación de deberes fiduciarios que surgen de la agencia. Luego esta institución sería acogida por otras tradiciones jurídicas como la romano-germánica y con ella también sus conflictos.

Los problemas de agencia pueden presentarse entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios –o entre accionistas y administrador- en la medida que los primeros delegan la gerencia de sus recursos a los segundos. En las sociedades anónimas los problemas de agencia suelen surgir debido a que su propiedad está concentrada, no obstante, otras causas de estos problemas también son el conflicto de intereses, el acceso a la información, conductas contrarias a la ética y la extracción de riqueza de los controladores a costa de los minoritarios (Oyarzún, 2011).

Se debe tener claro que no en todos los casos el administrador de una compañía será un accionista minoritario; si bien esto ocurre en algunas personas jurídicas mercantiles, en otras compañías el administrador puede no ser parte del accionariado, pero incluso en este segundo escenario, los problemas de agencia subsistirán ya que la relación de agente-principal seguirá presente debido a la separación de los órganos de control y propiedad de la compañía de que se trate.

“Hansmann y Kraakman manifiestan que el núcleo del problema de agencia es que, dado que el agente en general tiene mejor información que el principal sobre hechos relevantes de la compañía, el principal no puede, sin incurrir en costos adicionales asegurarse de que el desempeño del agente será el prometido” (citado por Isaza y Robledo, 2010, p.16).

Se debe comprender que la consecuencia directa de la cotización de valores en Bolsa es la capitalización de estos, lo cual permite el acceso de la compañía al financiamiento que busca y ello por sí solo constituye una ventaja competitiva ya que podrá actuar en el mercado con mayores recursos, lo cual le permitirá maximizar su valor. Sin embargo, el efecto directo del acceso a la desintermediación financiera, es decir, a la capitalización de los valores de la compañía implica nuevos problemas que la compañía emisora deberán solucionar. Los problemas más notorios y, por lo tanto, los que más

alejan a las C.A.F.C. del acceso al mercado de valores son la integración de nuevos accionistas y la fragmentación de sus órganos de control y posesión. Estas consecuencias del acceso al mercado bursátil acarrear el surgimiento de conflictos de intereses, problemas de acceso a la información, y posibles comportamientos contrarios a la ética, los cuales a fin de cuentas se traducen en problemas de agencia.

Justamente son estos problemas de agencia que surgen como consecuencia de la emisión de valores en Bolsa lo que los accionistas de las C.A.F.C. no quieren enfrentar porque deberían renunciar a derechos y beneficios que surgían de la unión de la gestión y posesión de la compañía concentrados en pocos miembros de la familia.

Sin embargo, el Derecho Societario permite que estos problemas de agencia sean enfrentados o incluso prevenidos con instrumentos que ayudarán al manejo óptimo de las relaciones entre el órgano de propiedad y gestión –o incluso al interior de cada uno- con la intención de satisfacer de los intereses de estos órganos, lo cual directamente resulta en un beneficio para la sociedad ya que al tener una estructura interna correctamente organizada podrá maximizar su valor en el mercado.

El Derecho Societario tiene instrumentos que facilitan a los principales y agentes llevar a cabo diferentes operaciones. Uno de estos, es el “pacto entre accionistas”, “pacto parasocial” o “convenio entre accionistas”, que permite la realización de acuerdos privados (en los que necesariamente debe participar un accionista, socio o participante) y entre otras cosas, convenir respecto del control y propiedad de las compañías, lo cual ciertamente ayuda a reducir los problemas de agencia dentro de una sociedad.

Es muy importante entender que un pacto parasocial no se caracteriza por la cantidad de sujetos que participan en él y es necesario dejar en claro que “los sujetos del acuerdo de accionistas pueden ser una parte o la totalidad de los accionistas que forman parte de una sociedad” (Mejía, 2014, p.5).

Este instrumento jurídico es de aplicación amplia, sin embargo, dependiendo de la jurisdicción que lo regule esta será vasta o limitada. “Los pactos entre accionistas son pactos formal y materialmente independientes del contrato de sociedad, en el sentido de que únicamente producen relaciones obligatorias entre quienes los suscriben” (Martínez, 2017, p. 26).

Al tratarse de un acuerdo, la doctrina colombiana sostiene que los pactos entre accionistas pueden categorizarse como un contrato¹² ya que en estos existen obligaciones específicas que deben cumplirse.

Entonces se puede decir que los pactos entre accionistas, al generar una obligación y una relación que les involucre directamente se presentan como instrumentos a disposición de los socios para reglamentar una gama muy amplia de acciones y decisiones que ocurren dentro del ámbito de control y propiedad de las compañías en las que por supuesto se encuentran involucrados los principales y agentes.

Parte de la gama amplia a la que se hace referencia en el párrafo anterior ha permitido que en jurisdicciones como la ¹³³ del Estado de Delaware (Estados Unidos de América) “...courts have recognized that stockholders may contractually waive rights granted to them by the Delaware General Corporation Law (the “DGCL”)...” (Norton, 2019, s.p.)¹³, por lo que su categorización como contratos –que, como en el ejemplo dado, incluso permiten renunciar a derechos reconocidos por ley- también es aceptada en ciertas jurisdicciones.

A pesar del eminente carácter privado de los convenios entre accionistas, su legalidad ha sido cuestionada debido a los efectos internos y externos que estos generan. Las decisiones que tomen los accionistas de una compañía mediante pactos parasociales

¹² Mismo que ocurre fuera de la reglamentación interna de la sociedad, es decir, se los considera como un contrato independiente y, por ende, diferente a aquel que da inicio a la sociedad.

¹³ Los tribunales han reconocido que los accionistas pueden renunciar contractualmente a los derechos que les otorga la Ley General de Corporaciones de Delaware (la “LGCD”). (Traducción libre al español).

producen cambios a nivel interno, es decir, en su gestión o propiedad; y a nivel externo en lo referente a la relación de la persona jurídica con terceros como los *stakeholders*¹⁴.

La variedad de escenarios y sujetos que involucra la suscripción de los acuerdos parasociales es la razón por la cual existen tantos pactos parasociales como finalidades tenga el accionista, lo que a su vez demuestra su libertad de acción en la ordenación de las relaciones de los accionistas, incluso permitiendo en ciertos casos tomar decisiones sobre la dirección de la sociedad o, por último, cambiándola.

Se ha decidido revisar la normativa y doctrina de las jurisdicciones colombiana, argentina y española pertinente a la naturaleza, oponibilidad, validez y los elementos constitutivos de los pactos parasociales debido a la gran cercanía y similitud de los ordenamientos legales de estos países con el ecuatoriano, así como su experiencia y desarrollo más avanzado de este instrumento societario en comparación con el limitado acercamiento que presenta nuestra realidad societaria respecto a este instrumento.

En este sentido, hay autores como Ascarelli (1947) (citado por Peña, 2017) que consideran a los convenios parasociales como un contrato plurilateral en el cual se establece un mandato que entrega la totalidad de acciones de la sociedad a un gerente para que este proceda según las ordenes de los accionistas. Pero se debe entender que esta reflexión resulta ser una de tantas que existen sobre los pactos parasociales ya que en realidad como se verá más adelante, estos pueden configurarse de varias maneras, pero siempre mantendrán un vínculo con la sociedad mercantil y sus integrantes.

Araya (2011) reflexiona acerca de este instrumento societario vinculándolo indirectamente al contrato de sociedad y explica que, en la constitución de una compañía, los pactos entre accionistas surgen como respuesta a la necesidad de determinar

¹⁴ *Stakeholders* es un término del Derecho Anglosajón que hace referencia a terceros interesados en compañías, los cuales pueden ser: el Estado, los trabajadores de las compañías, los acreedores de las compañías.

parámetros que no podían recogerse en el estatuto social por diversas razones, también menciona que en 1966 en Argentina se discutió sobre la licitud o ilicitud de los convenios entre accionistas en unas jornadas organizadas por ⁴² la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Como consecuencia de esta discusión, en la década de los ochenta surgieron varios aportes académicos que apoyaban la postura de la licitud de los convenios.

Teniendo en cuenta el carácter contractual de los pactos parasociales se puede recurrir a Anaya (s.f.) (citado por Peña, 2017, p. 11), quien desarrolla las características de un pacto parasocial estableciéndolas a continuación:

- Intuito Personae: de la mano de esta característica se encuentra la oponibilidad a terceros lo cual significa que en una transferencia de acciones las obligaciones derivadas de esta no se trasladan *per se* por la acción anterior, de lo que se concluye que el convenio es exclusivamente exigible para quien lo acepta.
- Parasociales: al ser un convenio entre privados la sociedad no participa de él por lo que no consta en el estatuto social de la compañía. Esto demuestra la marcada diferencia que existe con relación al estatuto de la sociedad.
- Plurilaterales: esto denota la posibilidad de que cualquier accionista sea partícipe de los convenios.
- Accesorios: la existencia de un convenio de accionistas está supeditada necesariamente a una sociedad y su estatuto ya que ⁴⁸ es el punto de partida de la relación que da lugar a los convenios.

Por otro lado, hay quienes consideran que el carácter contractual de los convenios entre accionistas se extiende más allá de la relación entre accionistas y los entienden como:

vínculos asumidos entre los socios o entre éstos y la sociedad, o incluso entre socios y terceros, que derivan de acuerdos separadamente concluidos y extraños a la reglamentación social, con eficacia puramente obligacional entre las partes que los han suscrito y, por tanto, dada su limitada trascendencia para los terceros, sin

que les sean aplicables las limitaciones que destacábamos para el contrato de sociedad. (Oppo citado por Henao, 2013, p.181).

Esta definición del pacto entre accionistas introduce la novedad de un tercer sujeto (*stakeholder* -diferente a los principales y agentes-) que puede involucrarse en los convenios y cómo estos pueden suscribirse incluso por fuera del contrato social sin afectar su validez y exigibilidad.

Siguiendo la línea contractual de los convenios entre accionistas pero enfocándose en su vinculación con el contrato de sociedad, Bonmatí (2011) expone que la reglamentación privada de la sociedad se compone de dos elementos: la contratación estatutaria y la contratación extraestatutaria (o parasocial), diferentes entre sí, pero ambos pueden ser utilizados para beneficio de la sociedad y sus socios, de manera que también manifiesta que los pactos parasociales pueden emplearse para un mejor establecimiento de las relaciones entre los socios pues establecen lineamientos que las partes deben cumplir de manera obligatoria.

Los pactos entre accionistas generan una obligación y por ende una relación que involucra directamente a los accionistas y a estos con la persona jurídica o, incluso, con terceros, lo cual expande su aplicación a las esferas interna y externa (estatutario y extraestatutario respectivamente) de las personas jurídicas.

El carácter extraestatutario de los convenios entre accionistas no los exime de la posibilidad de convivir con el contrato estatutario, sin embargo, la extralimitación de este razonamiento se convierte en la oportunidad de que uno sea aplicado por encima del otro. Incluso teniendo en cuenta el beneficio de la sociedad y sus socios, la eventualidad de inobservar al contrato estatutario siempre existirá.

Por esta razón debe considerarse que las acciones que deriven de estos convenios pueden afectar directamente a la sociedad mercantil e incluso modificar su estructura, por lo que en estos casos no deberían tenerse en cuentas como ajenos ya que

la influencia societaria no puede ser dejada de lado atento que *los convenios de accionistas nacen precisamente para incidir, aunque sea en forma indirecta, en la vida social o directamente en la formación de la voluntad social*, lo que ratifica su carácter de accesorios al contrato social. (énfasis fuera del texto) (Araya, 2011, s.p.)

Consecuentemente, siguiendo la línea de esta reflexión, debería reconocerse una naturaleza accesoria a los acuerdos estatutarios con la finalidad de precautelar el bien de la sociedad, razón por la cual también es necesario incentivar la reglamentación de los acuerdos desde las mismas sociedades para que no trasgredan sus estatutos o normativa interna en general.

Ahora que se ha explicado la distinción entre contratos desarrollados dentro y fuera de la reglamentación de una sociedad es necesario observar el límite en el que puede desenvolverse la autonomía de voluntad de los acuerdos y para ello es necesario entender la libertad de contenido que pueden presentar. En el contexto contractual que se desarrollan los convenios entre accionistas y, ya que se gestionan jurídicamente según derecho privado, se presume que no tienen limitaciones. Sin embargo, como consecuencia del vínculo de los convenios de accionistas con el contrato social, es decir, con la persona jurídica, es necesario observar los márgenes normativos que no deben transgredirse.

De este modo, Araya (2011) menciona que uno de los límites que se debe respetar es la estructura orgánica de la sociedad, por cuanto las cláusulas de los convenios no deben buscar su modificación en ninguna circunstancia. Asimismo, señala que la segunda limitación a la autonomía de la voluntad se refleja en la imposibilidad de que por medio de pactos parasociales se persiga un interés diferente al social, es decir, no se puede celebrar convenios entre accionistas que infrinjan el interés de la sociedad mercantil. De igual manera, otro límite que se debe tener en consideración es la ley, ya que no se puede inobservar o contravenir lo estipulado en ella.

En correspondencia con esta postura, teniendo en cuenta a todos los posibles actores dentro de un convenio, también existe el criterio de no perjudicar a terceros, a

quienes Peña define como “todos aquellos que no suscribieron el convenio de accionistas, como por ejemplo los otros accionistas de la sociedad” que consiste en que los pactos no pueden afectar de ninguna manera a sujetos que no participan de ellos.

Por otro lado, la característica contractual que la doctrina colombiana destaca sobre los convenios parasociales tiene como consecuencia efectos sobre los accionistas o incluso terceros, lo cual es conocido como “oponibilidad”. Acerca de este elemento se dice que los convenios extraestatutarios son oponibles a la sociedad y a los demás accionistas en la medida que sean suscritos por dos o más de ellos, siempre y cuando no tengan la doble calidad de accionista y administrador (Reyes citado por Mejía, 2014).

En la misma línea de pensamiento, “los pactos de socios tienen una limitación subjetiva que restringe su participación a accionistas que no sean administradores de la sociedad, siendo este un requisito que no se puede obviar en la legislación colombiana” (Camargo-Agudelo, 2017, p.27).

Por lo tanto, en la legislación colombiana existe prohibición expresa de que los administradores o los accionistas que desempeñen esta función celebren pactos parasociales que sean oponibles, por lo que solo podrían hacerlo aquellos que tengan la calidad única de accionistas. Por otro lado, la misma autora menciona que existe una postura doctrinal acerca de la posibilidad que los accionistas administradores o administradores celebren pactos parasociales que no cumplan con el requisito de publicidad (oponibilidad).

La validez de los pactos parasociales entendidos como contratos también es objeto de estudio puesto que

Su límite está marcado por las normas de derecho, que establece la ley, la moral y el orden público. Por otra parte, si se habla desde una perspectiva propiamente societaria, deben incluirse las normas imperativas que rigen el funcionamiento de cada tipo societario como otra pauta que condicionará la validez de los pactos, de igual manera se deben tener en cuenta los principios configuradores del tipo societario y los derechos mínimos de los socios. (Henao, 2013, p.193)

En el caso de Colombia, la validez de los pactos parasociales se reconoce en dos ámbitos diferentes: el societario y aquel que engloba el interés de la sociedad en general (aquella conformada por todos los sujetos que no intervienen de manera directa en la suscripción de los convenios pero que en cierta forma se ven afectados por ellos). En el ámbito legal, su validez está supeditada al cumplimiento de requisitos establecidos mediante normas que ordenan a las sociedades mercantiles. En el segundo caso, se reconoce la validez de los pactos entre accionistas siempre que no atenten contra el orden de la sociedad en general.

En territorio europeo, la postura acerca de del establecimiento de los convenios entre accionistas está dividida puesto que, como menciona Martínez (2017), existen dos posiciones al respecto: “regulación” y “no regulación” de los pactos parasociales. En este sentido, los ordenamientos legales de Alemania, Suiza, Austria y Francia regulan los convenios entre accionistas y de igual manera, precisa que los ordenamientos germánicos reconocen la validez y eficacia *inter partes* del pacto; de igual manera ocurre con los ordenamientos legales de Portugal e Italia, que poseen normativa que lo regulan. El mismo autor precisa que en el caso de Portugal e Italia, su normativa reconoce especialmente la validez y eficacia *inter partes* de los pactos.

Una de las jurisdicciones que tiene más trayectoria en el uso de este instrumento es Estados Unidos, en la cual por primera vez en el año 1910 se los reconoció parcialmente con efectos vinculantes únicamente entre quienes los suscribieren (Henaó, 2013).

Chemla, Ljungqvist y Habib (2004) (citado por Mejía, 2014) mencionan que estos instrumentos denominados *shareholders agreements* (acuerdos entre accionistas) en el derecho anglosajón han sido reconocidos como mecanismos para maximizar los incentivos de los accionistas para que inyecten capital mediante inversiones para generar riqueza, y también con el objetivo de lograr una distribución eficiente de las acciones de

la sociedad, así como para minimizar los incentivos de los socios de que realicen transferencias para distribuir dicha riqueza.

En Estado Unidos, los pacto parasociales aplicables a sociedades cerradas se encuentran regulados en dos instrumentos: el *Model Business Corporation Act* y el *Delaware General Corporation Law* (estatuto que rige la legislación mercantil en el estado de Delaware) y, aunque los definen de forma diferente, los dos instrumentos clasifican a los pactos parasociales de la misma manera, reconociendo así a:

1. Acuerdos de voto, mediante el cual los suscriptores pueden convenir el sentido en que votarán respecto a uno o varios temas,
2. Acuerdos de representación, mediante los cuales los accionistas otorgan un poder irrevocable para que un apoderado vote en su representación en el sentido que se haya pactado respecto a uno o varios temas, y,
3. Fideicomiso de voto, el cual faculta a los accionistas transferir la propiedad de sus acciones a un fiduciario, otorgándole así poder para votar o actuar en su representación, de acuerdo con lo que estipulen en el fideicomiso de voto, sin que los accionistas pierdan los beneficios atados a sus acciones (Mejía, 2014, p.11-14).

Martínez (2017) añade que en la década de los sesenta, en algunos estados de Estados Unidos los pactos parasociales empezaron a ser regulados mediante la promulgación de normas, aunque en 1991 con la reforma a la *Model Business Corporation Act* se establece que los pactos parasociales dejan de tener validez desde que la sociedad cotiza en Bolsa. Asimismo, en el Reino Unido se mantiene la postura recogida en la *Companies Act* que plantea la inscripción del pacto para su integración en el estatuto de la compañía, lo cual muestra el apego de este país a la postura de la validez del pacto parasocial únicamente cuando se lo adscribe al estatuto de la compañía.

Martínez (2017) señala que en los países latinoamericanos no existe una posición unánime respecto de los pactos entre accionistas, ya que por ejemplo, en Chile y Argentina los pactos parasociales son totalmente admitidos, por otro lado, en la legislación brasileña los pactos deben ser respetados por las sociedades de manera obligatoria y con más prioridad si estos se refieren a la compraventa de acciones. El caso en la legislación colombiana no es diferente al de la brasileña puesto que la normativa que acoge es muy similar, dándole el mismo reconocimiento, alcance y protección.

En la actualidad, los pactos parasociales gozan de reconocimiento a nivel mundial gracias a la coyuntura del crecimiento empresarial y los negocios que este abarca. A pesar de ello, debido a la influencia de las diferentes familias jurídicas existentes en el mundo, al referirse de la regulación de los pactos entre accionistas, cada jurisdicción ha desarrollado sus leyes de acuerdo con su necesidad y realidad empresarial. En este punto se puede diferenciar entre países con influencia romano-germánica y los países de tradición anglosajona.

Aquellos países con tradición romano-germánica tienden a desarrollar normativa que regule y limite el reconocimiento de la legalidad y oponibilidad de los pactos, mientras que en los países de tradición anglosajona ⁵⁷ como Estados Unidos o el Reino Unido, la voluntad de las partes, es decir, el componente privado de la relación que se derive de los pactos entre accionistas, es el predominante, lo cual provoca un desarrollo más amplio de este tipo de acuerdos y su regulación se da a través de resolución de casos particulares discutidos en procesos judiciales, que luego se plasman en jurisprudencia vinculante para futuros casos análogos.

En el caso del derecho societario ecuatoriano, la determinación explícita de los pactos parasociales como un instrumento jurídico en la legislación ecuatoriana no ha sido atendida. Sin embargo, la reglamentación societaria reconoce la existencia y posibilidad

de uso de los pactos parasociales de manera indirecta ya que en el artículo 192 de la [Ley de Mercado de Valores](#) se hace referencia a ellos como “acuerdos de actuación conjunta”, lo cual indica que este es un instrumento jurídico enunciado en la ley, pero no está desarrollado (Peña, 2017, p.56).

De igual manera, el artículo 191 de la Ley de Compañías reconoce la existencia de un convenio parasocial dirigido únicamente a convenir las condiciones bajo las cuales se han de negociar las acciones de los accionistas, al establecer que

Art. 191.- El derecho de negociar las acciones libremente no admite limitaciones. *Serán válidos los pactos entre accionistas que establezcan condiciones para la negociación de acciones.* Sin embargo, tales pactos no serán oponibles a terceros, sin perjuicio de las responsabilidades civiles a que hubiere lugar, y en ningún caso podrán perjudicar los derechos de los accionistas minoritarios. (énfasis fuera de texto) (LC, 1999)

De igual manera, en la reciente Resolución número SCVS-INC-DNCDN-2020-0013 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, de fecha 01 de septiembre del 2020, se reconoce la existencia de pactos parasociales como instrumentos que ayudarán a regular las relaciones entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. A pesar de ser reconocidos en dicha resolución, la misma establece claramente que el cumplimiento de su contenido se dejará a discreción de las compañías, por lo tanto, su alcance no se configura como obligatorio puesto que, además la misma, por su naturaleza no puede ser aplicada por encima de los mandatos de la ley de Compañías ni la Ley de Mercado de Valores, normativa en la cual, solo se enuncian a los pactos parasociales.

Por lo tanto, se afirma el hecho de que en la normativa ecuatoriana el pacto parasocial no cuenta con reglas y requisitos establecidos por ley para su suscripción ni el desarrollo de los efectos legales que devengan del mismo. Por este motivo, a lo largo del siguiente capítulo se analizará los componentes que el pacto parasocial puede tener, considerando los elementos y avances que las legislaciones española, argentina y colombiana presenten sobre este instrumento societario.

CAPITULO III

El pacto entre accionistas en España, Argentina y Colombia: Principales aspectos legales

El derecho societario está rodeado de un alto componente internacional gracias a la globalización y el incremento de compañías cuya actividad ¹⁰² se extiende más allá de las fronteras de sus países de origen. Como consecuencia de este fenómeno, los países han desarrollado normativa que regule su actividad tanto externa (en lo que se refiere a actividad comercial) como interna (en lo que se refiere a su control delegado).

La actividad interna de las compañías (que es la que compete revisar en esta investigación) ha sido un tema muy discutido por el derecho societario en muchos países y dentro de este, particularmente la temática acerca del rol de los accionistas y sus actividades. Parte de sus actividades comprende la realización de los pactos entre accionistas.

La regulación de estos acuerdos cambia según la influencia jurídica de cada país, sin embargo, con el objetivo de obtener referencias acerca de la regulación y tratamiento de este instrumento en jurisdicciones con mayor trayectoria. Por este motivo, se reitera que la revisión de normativa y doctrina de las jurisdicciones española, argentina y

colombiana es necesaria en función a su gran cercanía y similitud con el ordenamiento jurídico ecuatoriano.

En lo que respecta a la realidad societaria europea, Martínez (2017) menciona que se manejan dos posturas: a) quienes lo reglamentan de manera extensiva y, b) quienes no lo reglamentan de dicha manera. Es así como países como Alemania, Francia, Suiza y Austria los reglamentan extensivamente. El mismo autor manifiesta que en el Reino Unido se ha mantenido el criterio de inscripción de los pactos parasociales con el fin de integrarlos en los estatutos de las compañías para que gocen de reconocimiento, validez jurídica y, por tanto, oponibilidad; por otro lado, explica que en algunos estados de Estados Unidos los pactos parasociales empezaron a ser regulados mediante la promulgación de normas en la década de mil novecientos sesenta, sin embargo, en mil novecientos noventa y uno con la reforma de la Model Business Corporation Act se establece que los pactos entre accionistas dejan de gozar de validez desde que la sociedad es cotizada en el mercado bursátil.

Finalmente, Martínez explica que, en el caso de la realidad latinoamericana, tanto en Argentina como en Chile los convenios entre accionistas son totalmente aceptados, es decir gozan de plena validez y reconocimiento jurídico. De igual manera ocurre en el caso de Colombia, sin embargo, al tratarse de acuerdos entre accionistas cuyo fin sea la regulación de venta de acciones, estos deberán ser obligatoria y especialmente observados y respetados por las compañías, lo cual denota una mayor regulación de los instrumentos en este país en comparación a los anteriores. Sin embargo, en este caso, no quiere decir que Colombia tenga mayores avances regulatorios ya que tanto Argentina como Chile presentan particularidades que aportan al desarrollo de una regulación extensa de los pactos entre accionistas.

3.1.España

3.1.1. Origen

La doctrina española es el primer elemento para revisar ya que plantea una distinción entre dos tipos de acuerdos entre accionistas:

El primero, reconocido como pacto parasocial complementa a la ³⁸ escritura de constitución de la sociedad y sus estatutos, es decir, se reconoce su validez únicamente cuando se adhiere a estos instrumentos jurídicos societarios. Maldonado (2016) explica que la vinculación de los pactos parasociales a los estatutos y escritura de constitución otorgan privacidad al acuerdo, sin que sea necesaria su publicidad como requisito de validez, lo que hace innecesaria la publicidad registral y el conocimiento de los terceros, siendo esta una regulación que otorga estabilidad y seguridad jurídica a la sociedad anónima para maximizar su valor a mediano y largo plazo.

El segundo, puede entenderse como una etapa previa al pacto parasocial, ya que se lo reconoce por ser un acuerdo celebrado únicamente entre los socios de una sociedad, el cual no ha sido adherido a ninguna escritura societaria (circunstancia que lo diferencia de los pactos parasociales) por lo tanto, no goza de oponibilidad y se lo conoce como pacto social. Se lo puede identificar como una etapa previa al convenio entre accionistas, ya que tendrá validez y será oponible solo en caso de que acompañe formalmente a las escrituras societarias, momento en que adquiere el nombre de pacto parasocial.

“Rey (2012) menciona que los pactos sociales no inscritos son referenciados en el artículo 119 del Código de comercio español como pactos reservados, dirigiéndose a aquellos pactos que son suscritos por todos los socios, pero no constan inscritos en el Registro Mercantil, lo cual provoca que no gocen de publicidad y como consecuencia se origina su nulidad, incluso *inter partes*” (citado por Maldonado, 2016, p. 264).

En consecuencia, los pactos sociales son aquellos que se mantienen reservados entre los socios, mismos que se consideran nulos ya que no se incorporan a las escrituras

de constitución, ni estatutos; mientras que los pactos parasociales son aquellos acuerdos entre accionistas que sí cumplen con dicha anexión y por lo tanto son oponibles y válidos ante terceros.

El derecho societario español marca una diferencia entre el órgano de propiedad y el de control. Al referirse a los derechos de voto y toma de decisiones hace referencia al órgano de propiedad, ya que se los vincula con la actividad política dentro de una compañía, la cual solo puede ser ejercida por quienes tienen su propiedad. Por otro lado, al referirse a la administración de la sociedad, se hace clara referencia al órgano encargado de su gestión, sin embargo, se debe recordar que, en las sociedades anónimas cotizadas quienes la gestionan no son necesariamente quienes poseen sus acciones o valores.

En este sentido, dentro de la estructura orgánica de las sociedades anónimas cotizadas, pactos parasociales son los acuerdos celebrados por unos o todos los socios con la intención de regular sus relaciones conforme al papel que desempeñan. De igual manera, se consideran pactos parasociales aquellos que reglan la relación de los socios con terceros ajenos a la sociedad, pero sin involucrarle a esta (Maldonado, 2016).

Dentro de la misma línea de reflexión, Martínez-Cortés (2016) menciona que El Tribunal Supremo español especifica que los pactos parasociales son aquellos instrumentos mediante los cuales los socios de una compañía buscan regular entre ellos aspectos de la relación jurídica societaria obviando los instrumentos previstos especialmente en la ley y los estatutos, haciendo uso de la exigibilidad de las obligaciones asumidas entre las partes.

De igual manera, Bonmatí (2011) expresa que los pactos parasociales, también conocidos como acuerdos extraestatutarios, son acuerdos celebrados entre los socios de una compañía los cuales tienen como objetivo regular situaciones o relaciones no previstas por los estatutos de la sociedad.

En ambos casos se excluye el cumplimiento de finalidades taxativas establecidas por ¹²⁶ la ley como requisito *sine qua non* para la celebración y reconocimiento de la oponibilidad de los pactos parasociales y se lo considera como un instrumento puro del derecho privado en el cual prevalece la voluntad de las partes. Consiguientemente, para la doctrina española, son pactos parasociales o extraestatutarios aquellos acuerdos contractuales que regulen las relaciones o escenarios jurídicos que ocurran entre los socios de una compañía, y entre estos con un tercero ajeno, sin involucrar a la persona jurídica mercantil.

Además, la legislación española establece que estos pactos entre accionistas deben constar tanto en las escrituras de constitución como en los estatutos de la sociedad con el fin de ser reconocidos; es decir, se les deberá otorgar publicidad para que sean válidos y exigibles.

Ahora que ya se ha comprendido qué son los acuerdos entre accionistas a la luz de la legislación y doctrina societaria española, se debe continuar con la observación de aquellas circunstancias o situaciones que han dado lugar a que estos acuerdos de voluntades se abran camino en el fenómeno societario. Al respecto Maldonado (2016) hace hincapié en que la falta de una regulación pormenorizada y por tanto más ajustada a la compleja realidad de la dinámica societaria es la causa por la que se ha buscado corregir esta situación por medio de la autorregulación de los interesados, es decir, de quienes son ¹⁴³ partícipes de los acuerdos extraestatutarios, por su puesto, valiéndose del principio de autonomía de la voluntad.

En este sentido y asumiendo un rol doctrinario, Maldonado (2016) menciona que los motivos por los cuales surgen los pactos parasociales responden a la rigidez normativa y al dominio de las situaciones prácticas sobre las situaciones previstas por la ley, como se indican a continuación:

1. La rigidez de la normativa española que regula la estructura de las sociedades de capital.
2. La rigidez de las instituciones societarias españolas, es decir, la excesiva implementación de requisitos formales para la constitución de sociedades mercantiles.
3. Las variadas situaciones prácticas que se presentan en el fenómeno societario español y la imposibilidad o dificultad que la normativa las regule.

Se puede entender que las causas originarias del fenómeno parasocial son conflictivas entre sí ya que no obedecen a un solo escenario sino a la contraposición del ser (práctica) y el deber ser (su normativa regulatoria) coincidiendo con Paz-Áres (2011) quien afirma que a la realidad del fenómeno parasocial le envuelve un divorcio entre la teoría y la práctica.

Estos motivos mencionados por el autor son problemas que se presentan en el fenómeno societario español que deben ser solucionados para permitir que las sociedades maximicen su valor sin obstáculos y para ello es importante entender cómo se generan. En tal sentido, los dos primeros motivos mencionados dan aviso de una tendencia regulatoria rígida por excelencia ya que advierte la existencia de requisitos taxativos no modificables para la creación de sociedades mercantiles de capital (el cual es el caso de las sociedades anónimas) así como una estructura preestablecida por ley. Esto limita a la autonomía de la voluntad de quienes tienen interés de conformar la sociedad mercantil puesto que reduce la posibilidad de regular las relaciones de sus miembros libremente, lo cual a la par e indirectamente coarta la libertad de contratar anulando dos principios fundamentales del fenómeno parasocial español.

En el caso del último motivo mencionado por Maldonado es visible la crítica a una normativa insuficiente ante las diversas situaciones reales que pueden ocurrir, por lo que

en un principio puede pensarse que la solución a dicha problemática reside en un criterio normativista o regulatorio que busque subsanar el problema con una regulación más estricta y previsoras frente a las situaciones prácticas. Sin embargo, al analizar este último motivo en conjunto con los anteriores y teniendo en cuenta el criterio de Paz-Áres, el panorama cambia ya que este tercer motivo resalta la disparidad de la realidad y la teoría que cobijan al fenómeno de los acuerdos entre accionistas, por lo tanto es incongruente con los anteriores ya que este motivo les abre camino a la libertad de contratación y a la autonomía de la voluntad de los interesados porque expone la potencial imposibilidad de prever mediante ley las relaciones jurídicas que han de surgir en el ámbito parasocial.

Sin duda, esto revive la discusión sobre si el Derecho debe prever el comportamiento social o si este debe ser la motivación para la creación de Derecho y en el caso del fenómeno parasocial español se puede decir que enfrentar la problemática de una normativa insuficiente frente a la variedad de casos prácticos con el uso de la autonomía de la voluntad y la libertad de contratación es enfrentar el motivo y plantear una solución. También es demostrar que la naturaleza parasocial de los acuerdos entre accionistas es viable, por lo tanto, se muestra como una solución ante los problemas mencionados en párrafos anteriores.

De esta manera se puede comprender que el surgimiento de los pactos parasociales haya ocurrido como respuesta a la imposibilidad de regular cada escenario del fenómeno parasocial, la poca flexibilidad normativa que cobija a las sociedades mercantiles anónimas y la prevalencia de preceptos del derecho privado como la libertad de contratar y la autonomía de la voluntad que además se encuentran reconocidos por la ley de manera expresa.

3.1.2. Naturaleza y Objeto

Ahora bien, como dice Paz-Áres (2011), que se admita la validez de los pactos parasociales, es decir, de aquellos pactos que cumplan con los preceptos establecidos en la ley para su reconocimiento y oponibilidad a manera general no significa que todos los acuerdos que los socios quieran celebrar deban considerarse como lícitos. Como se ha dicho anteriormente, exponiendo la reflexión del autor, el contenido y la finalidad de los pactos parasociales deben ser evaluados en base a las reglas generales del derecho de obligaciones, puesto que, a pesar de surgir en la esfera societaria, se considera que su origen y marco jurídico será siempre el de obligaciones que limiten la libertad de contratar de quienes los suscriban.

En este sentido se debe entender que, a la luz de la legislación y doctrina española los pactos parasociales son acuerdos inter-partes *sui géneris* ya que, a pesar de originarse dentro del ámbito societario, se rigen por reglas del derecho de obligaciones. Por este motivo se los puede reconocer como un instrumento de uso alternativo a la normativa impositiva (normativa societaria española), el cual busca regular las relaciones entre accionistas, puesto que se fundamenta en la fortaleza del vínculo jurídico generado por las obligaciones estipuladas en este.

El vínculo de los pactos parasociales con el derecho de obligaciones se hace evidente al revisar el ⁴⁷ principio de autonomía de la voluntad, recogido en el ⁵ Código Civil español que dispone: “Los contratantes podrán establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, la moral y al orden público” el cual es estimado por Maldonado como el fundamento más importante de los pactos parasociales. Por lo tanto, se puede decir que efectivamente, estos cumplen con los requisitos para ser considerados como un convenio de voluntades siempre que no contravengan los tres preceptos establecidos en el Código Civil, ya que

en dicho escenario el convenio cumple con los preceptos de ley y por tanto obtiene su validez por ministerio de esta.

En este punto se revisa la legislación ecuatoriana ya que es importante rescatar cierta similitud respecto de los principios fundamentales en que se apoya el elemento civil de los pactos parasociales previstos en la normativa española. Se ha establecido que en la dinámica parasocietaria española, la libre contratación y la autonomía de la voluntad juegan un papel sumamente importante ya que se enmarcan como los pilares sobre los cuales se fundamenta que los pactos parasociales tienen un componente civil. Estos principios fundamentales del derecho civil también están presentes en el ordenamiento jurídico ecuatoriano y de igual manera –aunque el pacto parasocial no esté desarrollado legalmente- configuran un papel fundamental al demostrar que forman parte de ellos.

De este modo, concordando con el criterio de Peña, para comprender que estos dos principios fundamentales corroboran la validez del pacto parasocial en Ecuador es necesario revisar el artículo 191 y numeral 8 del artículo 207 de la Ley de Compañías los cuales establecen:

Art. 191.- El derecho de negociar las acciones libremente *no admite limitaciones*. Serán válidos los pactos entre accionistas que establezcan condiciones para la negociación de acciones. Sin embargo, tales pactos no serán oponibles a terceros, sin perjuicio de las responsabilidades civiles a que hubiere lugar, y en ningún caso podrán perjudicar los derechos de los accionistas minoritarios.

Art. 207.- Salvo lo dispuesto en el artículo innumerado que le sigue al Art. 221 de esta Ley, son derechos fundamentales del accionista, de los cuales no se le puede privar:

8. *Negociar libremente* sus acciones. (énfasis fuera de texto) (LC, 1999).

De esta normativa citada se puede apreciar el reconocimiento de la ley a la libertad para contratar de los accionistas de una compañía anónima en lo referente a la transferencia de sus acciones, lo cual ha de realizarse por medio de un documento privado (pacto parasocial) estableciendo en él limitaciones y condiciones con arreglo a lo que convengan las partes, plasmando así la autonomía de su voluntad (Peña, 2017, p.56-58).

La integración de la libertad de contratación y la autonomía de la voluntad como elementos del pacto parasocial en el Ecuador refuerzan la validez de este instrumento en la medida que estos principios si están reconocidos de manera expresa en el artículo 66, numeral 16 de ¹³⁶ la Constitución y en el Código Civil. De este modo, el pacto parasocial en el Ecuador goza de elementos legales para ser utilizado en la dinámica societaria ecuatoriana.

Al volver al estudio del pacto parasocial en la doctrina societaria española, teniendo en cuenta los aportes de Martínez acerca de la forma de los pactos parasociales, Maldonado (2016) contribuye con sus reflexiones al respecto y manifiesta que la ley exige que la celebración de un contrato de sociedad mercantil de capital deberá instrumentarse mediante escritura pública e inscribirse en el respectivo Registro Mercantil. Por lo tanto, en un primer momento esta exigencia se extiende a los pactos parasociales ya que como se discutió en líneas anteriores, los pactos deben acompañar a ⁸⁶ la escritura de constitución de la sociedad, sin embargo, el vínculo entre los dos instrumentos responde a diversas razones, por lo que sería erróneo considerar que siempre existe una relación principal-accesorio entre el contrato social y el pacto parasocial respectivamente. En este sentido se puede decir que no en ⁶⁹ todos los casos se deberá proceder con la inscripción de los pactos en el Registro Mercantil.

Asimismo, Maldonado (2016) señala que en la normativa española los pactos parasociales se configuran con la necesidad de regular principalmente:

- a) Las relaciones internas entre la totalidad o parcialidad de los socios,
- b) las prestaciones, ventajas o atribuciones a favor de la sociedad, y
- c) cuestiones internas y concretas de la vida de la sociedad, por un lado, los derechos de voto y toma de decisiones, y por el otro la gestión o control de la compañía.

Por lo tanto, en la normativa española, los pactos parasociales tienen como objetivo regular las relaciones jurídicas que se desarrollan dentro de la sociedad mercantil, hecho que resulta importante ya que pueden modificar sus reglas de constitución y sus normas de gobierno impuestas para su funcionamiento. Por esta razón, es importante que se incorporen los pactos a los estatutos y escrituras de constitución.

3.1.3. Oponibilidad

Conforme a la normativa societaria española, la oponibilidad de los pactos parasociales está supeditada al cumplimiento de requisitos de legalidad como la regulación de relaciones específicas entre accionistas y/o con terceros y el cumplimiento de requisitos de formalidad como su incorporación a los estatutos y actas de constitución.

El ordenamiento jurídico societario español prevé que estos convenios inter-partes se celebran de dos formas distintas:

- a) documento privado, e
- b) instrumento público.

Maldonado (2016) explica que si el pacto se instrumenta mediante documento privado es importante tener en cuenta que no produce efectos contra terceros aún si alteran lo estipulado en la escritura pública (escritura de constitución o estatutos) como lo establece el artículo 1230 del Código civil español. Por otro lado, añade que, si el acuerdo extraestatutario es formalizado mediante escritura pública, la redacción del documento debe ser de extremo cuidado ya que deberá dejarse claro qué pactan los socios *uti soci* (a favor de la sociedad) lo cual tiene un efecto configurador para la sociedad por lo que debe incorporarse a los estatutos; y aquello que se pacta *uti singuli* (a favor de cada socio) cuyo efecto vinculará solo a los socios otorgantes del pacto (sin embargo este último contenido no será oponible a la sociedad ni a terceros).

La posibilidad de suscribir el pacto parasocial mediante escritura pública o privada en el Ecuador permitiría a los miembros de una C.A.F.C. determinar a su voluntad la oponibilidad que el pacto que suscriban tenga, en la medida que, si este se suscribiera mediante escritura pública, su contenido debiera ser acordado con extremo cuidado puesto que con él se estableciera un cambio a los estatutos; mientras que por otro lado, si el pacto parasocial se suscribiera mediante documento privado, el alcance de su oponibilidad fuera reducido puesto que únicamente obligaría a quienes lo suscribieran.

Consecuentemente, la posibilidad de suscribirlo de estas maneras les permite a los socios medir los alcances de los pactos y así prever diferentes situaciones que puedan afectar, sea a las relaciones entre socios o a la sociedad misma directamente.

3.1.4. Aspecto particular

Se ha observado que en la realidad jurídica española los pactos parasociales o extraestatutarios son aquellos acuerdos de los que participan los interesados (que pueden ser los accionistas e incluso la misma sociedad mercantil) que a pesar de surgir en la esfera del fenómeno societario debe cumplir con preceptos del derecho de obligaciones, así como deben acatar disposiciones específicas de la ley para alcanzar validez y oponibilidad frente a terceros. Por estos motivos, al tener un alto componente privado, los pactos parasociales pueden tener variadas finalidades y objetos.

Es así como, al constituir un importante aporte, en el presente trabajo se expone la clasificación de los pactos parasociales que maneja el derecho societario español, de manera que, con la intención de distinguirlos, desde la doctrina autores como Bonmatí (2011) los organizan según sus elementos, su forma o incluso el tipo de negocio en que se adoptan, como se explica a continuación:

a) Según sus elementos subjetivos. El autor explica que existen:

1. Pactos suscritos por la totalidad de los socios. Ocasionalmente son reconocidos por la doctrina como acuerdos informales suscritos en junta general. Según Martínez-Cortés (2016), estos pactos también son conocidos como pactos omnilaterales y, de acuerdo con Bonmatí reúnen las reglas de gobierno corporativo de una sociedad y reglamentan el comportamiento de los socios para evitar conflictos de interés entre ellos.
 2. Acuerdos suscritos por algunos de los socios. Martínez-Cortés (2016) agrega que estos pueden tener dos finalidades:
 - a) Aquellos con los cuales se pretende la formación de sindicatos de voto o,
 - b) los que se suscriben para lograr la concesión de preferencias entre los socios interesados respecto a la transmisión de sus participaciones en el capital social para constituir una mayoría de control o minoría de bloqueo.
 3. Pactos suscritos por la persona jurídica mercantil. Como se ha visto anteriormente, la sociedad mercantil puede participar en un pacto extraestatutario adquiriendo obligaciones a cumplir como consecuencia de ello, sin embargo, como menciona Martínez-Cortés, en dichos casos se debe analizar con cautela ⁵⁶ los conflictos de intereses que pueden surgir entre quienes fungen de representantes de la persona jurídica y los socios.
 4. Convenios acordados entre socios y terceros. De igual manera, ha quedado claro en párrafos anteriores que es posible para un tercero ajeno participar en convenios parasociales y el fenómeno societario español no se opone a este escenario. Sin embargo, se debe aclarar que la suscripción de un pacto en el que participe un tercero conlleva un alto riesgo para la sociedad ya que sus intereses no siempre estarán alineados con los de los socios.
- b) Según sus elementos objetivos:

1. Pactos de relación. Son aquellos que ordenan e informan las relaciones que surgen entre los socios, también menciona Martínez-Cortés (2016) que estos pactos especialmente buscan regular las relaciones entre los socios en lo que concierne a la sociedad, pero no la afectan de manera directa, es decir, sus efectos son neutros respecto a ella. El mismo autor añade como ejemplos de este tipo de acuerdos aquellos cuyo fin es imposibilitar por determinado tiempo la venta parcial o total de la participación que se ostenta, o los denominados pactos de no agresión mediante los cuales algunos socios se obligan a no aumentar su participación en una sociedad familiar sobrepasando determinado porcentaje.
 2. Pactos de organización. Bonmatí menciona que estos pactos constituyen la estructura necesaria para el impulso del negocio. Martínez-Cortés añade que este tipo de pactos sí inciden en la sociedad directamente ya que con ellos se puede acordar acerca de su estructura, quiénes la conforman o incluso modificar sus estatutos y menciona también que en la mayoría de los casos para la ejecución de los pactos de organización es necesario lo que se conoce como sindicación de voto. Esto se traduce en el apoyo unánime de todos los firmantes al pacto parasocial previamente adoptado por los interesados en la Junta General.
- c) Por el tipo de negocio en el que se adoptan. Bonmatí explica que el contexto del tipo de negocio dentro del cual se suscribe un pacto parasocial le dará características especiales, las cuales pueden variar, ya sea que se trate de un protocolo familiar¹⁵ o,

¹⁵ “El Real Decreto 171/2007 (2007) establece que un Protocolo Familiar es aquel conjunto de pactos suscritos por los socios entre sí o con terceros con los que guarden vínculos familiares que afectan a una sociedad no cotizada, en la que tengan un interés común en orden a lograr un modelo de comunicación y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad (citado por Companys, 2017, p.7).

relaciones societarias más complejas como un *joint venture*¹⁶ o proyectos donde la aportación de los socios o sus funciones varían en su naturaleza.

- d)** Por su forma. Esta distinción está dada con arreglo a la forma de su instrumentación, ya sea verbalmente, mediante documento privado o escritura pública.

Por último, Martínez-Cortés (2016) habla de pactos de atribución y explica que estos atribuyen derechos a favor de la sociedad y de igual manera, la sociedad misma puede participar en estos pactos.

De esta manera, se ha establecido el marco general de los pactos parasociales en el derecho societario español del cual se puede destacar que desde la doctrina identifica los hechos generadores del instrumento societario, su naturaleza especial, los clasifica en correspondencia a sus propósitos, elementos, el contexto (negocio) en que se suscriben, e incluso su forma de instrumentación.

Finalmente, se toma en cuenta los puntos anteriores para construir la normativa que dicta sus finalidades, contenidos, requisitos de validez y reconocimiento cuyo objetivo es permitir la materialización de los pactos parasociales con el control adecuado para que los socios o accionistas que conforman las sociedades mercantiles solventen los conflictos de intereses que se les presenten, de manera que se solucionen los problemas de agencia derivados de su relación, cumpliendo los preceptos de la autonomía de la voluntad y la libre contratación.

Se considera que todos estos elementos recogidos son la demostración del importante recorrido de la realidad societaria española en este campo, aportando un sistema que reconoce y efectiviza a los pactos parasociales, lo cual sirve de ejemplo para la jurisdicción ecuatoriana.

¹⁶ *Joint Venture* es aquel contrato mercantil en el cual participan dos o más personas jurídicas o naturales que se unen con el fin de realizar en comunidad una actividad económica específica por un tiempo determinado, participar de las utilidades y pérdidas de la actividad y responder por las obligaciones que se generen del contrato, sin la necesidad de constituir una sociedad o persona jurídica.

La integración de la libertad de contratación y la autonomía de la voluntad como elementos del pacto parasocial en el Ecuador refuerzan la validez de este instrumento en la medida que estos principios sí están reconocidos de manera expresa en el artículo 66, numeral 16 de la Constitución y en el Código Civil. De este modo, el pacto parasocial en el Ecuador goza de elementos legales para ser utilizado en la dinámica societaria ecuatoriana.

La existencia de los mencionados principios en el caso ecuatoriano permitiría que las C.A.F.C. suscriban pactos parasociales para cumplir los objetivos de sus miembros y de la persona jurídica misma, ya que como Gomez-Mejia, Cruz, Berrone, De Castro (2011) mencionan:

For family firms in particular, shareholder agreements can be an important means for achieving some of the family's most central goals, such as preserving the family's ultimate control of the business, securing the business in the hands of capable and committed leaders, preserving family unity, and instilling a sense of belonging among family members (citado por Binz, 2020, p.2)¹⁷

Por lo tanto, se promueve que las C.A.F.C., amparadas en los principios antes mencionados puedan ingresar de manera organizada al mercado de valores, utilizando los pactos entre accionistas como un instrumento que les permita sobreponerse a los problemas que la cotización en bolsa conlleva.

Ahora bien, la concepción de los pactos parasociales como instrumentos que ayudan a los miembros de una C.A.F.C. a ingresar al mercado bursátil, demuestra que, por ejemplo, estos sean empleados como “Chemla (2007) explica: *...shareholder agreements are often invoked as a means to resolve agency conflicts helping dispersed family owners band together and thereby providing clearer guidance and better*

¹⁷ Para las compañías familiares en particular, los pactos entre accionistas pueden ser un medio importante para cumplir algunos de los objetivos familiares más centrales, como preservar el control final familiar sobre el negocio, poner el negocio en manos de líderes capaces y comprometidos, preservar la unión familiar e inculcar un sentido de pertenencia entre los miembros familiares. (Traducción libre al español).

monitoring of managers” (Citado por Binz, 2020, p.2)¹⁸. Por este motivo, se promueve, de igual manera, el uso de los pactos parasociales como un instrumento que les permita a los accionistas de una C.A.F.C. resolver los problemas de agencia que se deriven de su ingreso al mercado bursátil.

Consecuentemente, al extraer los caracteres esenciales de la regulación del pacto parasocial en la legislación española, sin perjuicio de que existan muchas otras adaptables a nuestra jurisdicción, se puede localizar dos elementos cuya aplicación en el Ecuador resultaría muy provechosa para determinar a los convenios parasociales como instrumentos de mitigación de problemas de agencia.

En este sentido, el primer elemento que se puede extraer es la necesaria anexión de los pactos parasociales en las escrituras de constitución o los estatutos de la sociedad. Debido a que los principales instrumentos de la sociedad mercantil (escrituras de constitución o estatutos) son conocidos por todos sus miembros, la anexión de los pactos parasociales a estos provocaría que todos los socios los conocieran, lo que resulta en la consecuencia jurídica de la oponibilidad, es decir, que dichos pactos sean exigibles a quienes los suscribieron e incluso en algunos casos especiales -cuando el pacto parasocial es suscrito por todos los socios- a la sociedad y que, producto de ello se reclame la validez de estos.

El requisito de anexión de los pactos parasociales aplicado en el Ecuador puede permitir que este instrumento no sea utilizado con fines más allá de regular los problemas de agencia que ocurran dentro de las C.A.F.C. ya que, al estar a disposición de todos los socios, estos podrán reclamar su mal uso y, del mismo modo, se podrá exigir a las partes

¹⁸ Los pactos parasociales en ocasiones son utilizados como medios para resolver problemas de agencia, lo que ayuda a las familias propietarias dispersas a unirse y, por lo tanto, proporcionar una guía más clara y un mejor seguimiento de los gerentes. (Traducción libre al español).

involucradas el cumplimiento de dicho instrumento pues, derivados de su publicación obtiene oponibilidad y validez.

El segundo elemento constituye la autonomía de la voluntad y la libertad de contratación, elementos que se muestran como fundamentales en la configuración de un pacto parasocial. La normativa ecuatoriana reconoce estos dos elementos, por lo que es posible su utilización como base para la suscripción de pactos. Además, para ello debe comprenderse que el pacto parasocial, al ser un contrato entre privados, está conformado por elementos como la autonomía de la voluntad y la libertad de contratar. Sin embargo, tanto en España como en Ecuador existen límites a estos elementos, los cuales deberán observarse ⁷⁵ conforme a las reglas establecidas en el Código Civil junto con su aplicación al ámbito societario.

3.2.Argentina

3.2.1. Origen

En el caso de Argentina, Araya (s.f.) menciona que, en la dinámica societaria, el fenómeno parasocial en los últimos años se ha convertido en un instrumento recurrentemente usado por los integrantes de una sociedad mercantil. Asimismo, citando a Alfaro (2010), el autor señala que el beneficio que se obtiene del uso de los convenios de accionistas está dado por el factor de permanencia en el tiempo de la ² sociedad comercial, ya que ayudarían a completar el contrato de sociedad en la medida que este no puede prever todos los escenarios que la compañía enfrentará en su vida social.

Según mencionan Favier y Favier (2013) el fenómeno de los convenios de accionistas surge en su gran mayoría gracias a errores cometidos por los mismos socios al regular sus relaciones. En este mismo sentido, los autores han denominado a la acumulación de motivos que dan lugar a los convenios de accionistas como “*limitaciones estatutarias*” y argumentan que en ocasiones son provocadas por la inexistente asesoría

profesional o la intención de minorar los costos de constitución de la sociedad prescindiendo de asesoramiento especializado.

De igual manera, advierten que los socios deliberadamente no plantean los temas vinculados a sus relaciones en los estatutos o contratos de sociedad –y los implementan mediante otros instrumentos- ya que por un lado está presente la imposibilidad legal o fáctica de incluir ciertos pactos en los documentos constitutivos por no tenerse en cuenta como requisitos establecidos por ley, como ejemplo de esto se tienen las cláusulas de prohibición de venta de acciones. Por otro lado, no se adecuan al criterio de la Autoridad de control pertinente, que en este caso se denomina contralor societario. Los autores complementan este criterio exponiendo que otro motivo consiste en el deseo de los socios de mantener el convenio aislado o protegido de terceros u otros socios no firmantes mediante la confidencialidad del acuerdo.

En este sentido, los motivos que promueven la suscripción de convenios de accionistas en la realidad societaria argentina responden a problemas de hecho que son provocados por la falta de previsión de los accionistas respecto a situaciones futuras conflictivas, así como de aquellas imposibilidades marcadas en la legislación societaria, dificultando finalmente la materialización de los pactos en el fenómeno societario.

A pesar de compartir “hechos generadores” y motivos para suscribir convenios entre accionistas con el fenómeno parasocial español -los cuales surgen en gran medida por un desfase entre lo previsto por la normativa societaria y la realidad del fenómeno societario-, las mencionadas limitaciones estatutarias hacen que el escenario societario argentino cobre singularidad debido a la marcada falta de previsión y el pretendido ahorro de costos de transacción¹⁹ de los accionistas de las sociedades.

¹⁹ En este sentido, se puede entender como costos de transacción a los costes de transferencia de derechos de propiedad que sufren los accionistas, como consecuencia de las limitaciones estatutarias presentes en una sociedad mercantil.

En este punto es visible el apego del origen de los pactos parasociales en Argentina con aquel señalado por Giorgio Oppo, precursor del término “parasocietario” al mencionar que estos convenios tienen por objetivo regular lo relacionado con la gerencia y desenvolvimiento de las compañías (Fuad, 2012) ya que en estos dos frentes de las sociedades se plasman las consecuencias de la pugna de intereses individuales y de los malentendidos entre los accionistas.

Queda claro que las causas o hechos generadores que dan paso a la suscripción de pactos entre accionistas permite entender que estos convenios buscan regular las relaciones entre los socios de una compañía; aquellas relaciones que han sido desatendidas en un primer momento –en la suscripción de los estatutos y el contrato de la sociedad- y que causarían conflictos que afecten el desempeño comercial de la sociedad.

En este contexto, la validez de los pactos parasociales ha sido aceptada por parte de los tribunales argentinos²⁰ y la doctrina tradicional sin reparo alguno, no obstante, han encasillado sus efectos únicamente a quienes son parte de ellos, es decir, solo a quienes suscriben el pacto, por lo tanto, en un primer momento se ha considerado que son inoponibles a terceros, incluyendo a la sociedad en este grupo (Triolo, 2013). Más adelante se hará referencia a la oponibilidad de los convenios y se explicará con más detalle los criterios que existen al respecto.

3.2.2. Naturaleza y Objeto

Ya que se han expuesto las causas de origen de los convenios entre accionistas en el derecho societario argentino el siguiente paso es comprender su naturaleza y el objeto que han de regular. En un primer momento se ha dicho que los convenios surgen de la

²⁰ En Argentina, la licitud de los convenios parasociales fue reconocida de manera expresa por primera vez en el caso Sánchez contra Banco Avellaneda S.A. y otros en el año 1982, así como la ley 23.696 de Reforma del Estado que en sus artículos 38 y 39 previó la sindicación de acciones para los trabajadores que tuvieran acciones y el Anteproyecto de Reformas a la ley de sociedades comerciales del año 2005 que regulaba la figura de los pactos llamándolos convenios parasociales. (Favier y Favier, 2013, p.7)

necesidad de corregir la falta de prevención de limitaciones estatutarias, por consiguiente, necesariamente han de surgir de la voluntad individual de los socios o accionistas para plasmarse en documentos privados regulados por el derecho de obligaciones o derecho civil.

Ahora bien, las limitaciones estatutarias pueden cubrir un espectro muy amplio de relaciones entre dos o más miembros o incluso involucrar a la misma sociedad, por lo que teniendo en cuenta la mencionada reflexión, los pactos parasociales podrían presentar igualmente una libertad de contenido muy amplia. Las limitaciones estatutarias tienen efectos sobre la persona jurídica y en ese sentido se debe prever que los acuerdos que se suscriban para subsanarlas no afecten a la sociedad por lo cual es necesario determinar los límites de la libertad de su contenido.

Al respecto, para el Doctor Araya (2011), determinar la libertad de contenido de un acuerdo de accionistas exige que primero se revise aspectos anteriores como la naturaleza que se le reconozca a este instrumento, para lo cual se debe definir si surge en el ámbito contractual o en el societario.

De la misma manera que ocurre en la jurisdicción española, el Doctor Araya explica que en un primer momento la naturaleza que les corresponde es la contractual ya que los convenios se suscriben únicamente entre accionistas que actúan como sujetos –desde una esfera individual–, sin embargo, por la gran influencia que pueden tener en la sociedad, él considera que estos también poseen un carácter accesorio²¹ al contrato social.

El doble carácter que Araya observa a los convenios de accionistas les otorga una singularidad que conduce a la reflexión que si bien tienen características que los hacen

²¹La accesoriedad de los pactos entre accionistas respecto a los estatutos o el contrato de sociedad en el derecho societario argentino se entiende de manera distinta a la accesoriedad prevista en España. En el caso del país europeo, se dice que los pactos parasociales son accesorios al estatuto de la sociedad ya que igualmente se deben registrar para poder ser oponibles. Por otro lado, en Argentina se entiende a la accesoriedad de los convenios entre accionistas como un vínculo que se genera entre estos y las escrituras de la sociedad, el cual se explicará más adelante.

propios del ámbito contractual, su libertad de contenido debe ser limitada para que de esa manera sus efectos no causen perjuicio alguno a la sociedad, lo cual lleva a considerar que los convenios entre accionistas además tienen naturaleza parasocial. Esto quiere decir que, además de surgir en la esfera del derecho obligacional; debido a la repercusión que tienen en la vida de la sociedad mercantil, a los convenios entre accionistas también se les reconoce una naturaleza societaria especial indiferentemente de la participación de la persona jurídica en el convenio.

De igual manera, como se ha mencionado anteriormente, esta doble caracterización se materializa gracias a la aplicación de los convenios entre accionistas en el fenómeno societario argentino, cuyo propósito en palabras de "Fares (1963) indica que es concentrar poder efectivo decisonal en las asambleas para imponer políticas de conducción, de financiamiento, de dividendos, entre otros, a través de mandatos otorgados a terceros individual o colectivamente" (citado por Triolo, 2013, p. 520). Los mencionados propósitos necesitan de un doble ámbito para efectivizarse y estos son: el societario (el cumplimiento de las obligaciones que han de convenirse tendrá efectos sobre la sociedad mercantil) y el contractual (dichas obligaciones se contraen mediante un vehículo jurídico denominado convenio o contrato) y de esta manera se ve reflejada la naturaleza especial que se les reconoce a los pactos parasociales.

Al acoger el propósito que Fares reconoce a los pactos parasociales para aplicarlo en el fenómeno societario ecuatoriano se obtienen beneficios para los miembros de estas sociedades y para las sociedades mismas.

En este sentido, en el caso de una C.A.F.C. cuyo propósito es colocar sus valores por primera vez en el mercado bursátil se le presentarán los siguientes problemas:

1. Separación de su propiedad y gestión en dos órganos diferentes e,
2. Integración de nuevos accionistas a la sociedad,

que además pueden dar lugar a problemas de agencia.

Sin embargo, por medio de la suscripción de pactos parasociales, los miembros de la C.A.F.C. que busque cotizar sus acciones en Bolsa pueden prever estos conflictos, e incluso disminuir los costos de transacción de los que se habló en párrafos anteriores suscribiendo un pacto parasocial en el cual se convengan políticas de conducción de la compañía de manera que los nuevos accionistas que ingresan a la sociedad conozcan y respeten la forma en que la compañía se ha de gestionar, lo cual además permite eliminar costos de transacción como los conflictos de intereses de los socios.

Asimismo, los accionistas pueden concentrar su poder de decisión en una asamblea, ya que "*It is argued that controlling shareholders are efficient monitors because they manage to overcome collective action problems*" (Jentsch, 2019, p.205)²² para suscribir convenios parasociales que regulen los dividendos y se establezca un monto justo en proporción a la cantidad de acciones que posea cada socio, lo cual puede influir en las relaciones sociales de los accionistas de manera positiva.

Como se ha podido apreciar en el fenómeno societario argentino, el objeto de los convenios entre accionistas consiste en regular las relaciones de los accionistas e incluso también cuestiones vinculadas al manejo de la sociedad o el desarrollo de su giro de negocio propiamente. Ya sea que se quiera acordar sobre la regulación de los dividendos de los accionistas o convenir la imposición de políticas de manejo del giro de negocio; los pactos entre accionistas conllevan un cambio en la sociedad que puede ocurrir desde un nivel organizacional (gestión de la compañía) a uno estructural (cambios o adiciones a los estatutos).

Por este motivo, es necesario reconocerles la naturaleza parasocial y además el carácter de accesorio respecto al contrato social, con la finalidad de preaver las

²² Se argumenta que los accionistas controladores (accionistas con más acciones en su poder) son monitores eficientes porque logran superar problemas de acción colectiva. (Traducción libre al español).

consecuencias de una regulación más abierta, como aquella presente en el ámbito obligacional y combinarlas de manera que se identifique con exactitud las situaciones en las que este acuerdo puede suscribirse ya que, dado su carácter especial se pretende que esta figura no sea usada con el objetivo de burlar la ley. En realidad, ha surgido como un instrumento que está al alcance de los accionistas para que acuerden obligaciones que le permitan a la persona jurídica maximizar su valor con la menor cantidad de obstáculos a nivel organizacional, estructural (limitaciones estatutarias), gerencial e incluso en lo que respecta a las relaciones y el enfrentamiento de intereses entre los accionistas.

En otras palabras, en el fenómeno societario argentino se ha previsto que los convenios entre accionistas sean suscritos con la finalidad de solucionar o precaver problemas de agencia. Por este motivo se ha de entender que los pactos parasociales deben implementarse en aquellas situaciones en las que dentro del fenómeno societario sea necesario asumir obligaciones de naturaleza contractual, es decir, situaciones especiales orientadas al fenómeno societario, sin dejar de lado su naturaleza *sui generis*.

Es importante aclarar que no se debe entender la naturaleza parasocial y carácter accesorio de los pactos entre accionistas como uno mismo. La naturaleza parasocial hace referencia a la celebración de los acuerdos al margen de la estructura de la sociedad, es decir, del contrato social o los estatutos de la sociedad; por otro lado, al mencionar el carácter accesorio se explica que -a pesar de ser ajenos a los estatutos o el contrato social- los pactos entre accionistas influyen en la sociedad al surgir como consecuencia de un vacío normativo generado en la estructura de esta.

La situación que presentan los convenios entre accionistas respecto al contrato social y los estatutos se esclarece al comprender que a pesar de ser extraños y suscribirse por fuera del contrato social o los estatutos, la motivación o el origen de los pactos parasociales surge de vacíos o fallas de la estructura de la sociedad. De esa manera, el

carácter accesorio de los convenios se visualiza al entender que, si no existiese contrato social o estatutos, los primeros tampoco existirían ya que no se buscaría corregir o mejorar ningún aspecto de la estructura de la sociedad.

La delimitación de las situaciones en la que los pactos parasociales se pueden aplicar surge como consecuencia de comprender su naturaleza, por lo que es igual de importante entender los límites dentro de los cuales los convenios entre accionistas pueden suscribirse. Esta tarea no debe involucrar una restricción total en lo que respecta a la posibilidad de acordar diversas cláusulas –en cuanto a cantidad y variedad de acuerdos se refiere- porque debe respetarse el origen privado del fenómeno societario, el cual tiene un campo de acción más grande para satisfacer las voluntades de las partes al suscribir acuerdos.

Delimitar las situaciones en las que se pueden aplicar los pactos parasociales como se ha dicho anteriormente ayuda a tener claras “las reglas de juego²³” que en este caso deberán entenderse como los requisitos y límites de este instrumento. En este sentido, las obligaciones que deriven de ellos no deberán transgredir los límites del fenómeno societario y para comprender su alcance, será necesario acudir a otro elemento de los convenios. Este elemento es lo que se ha mencionado en páginas anteriores como la oponibilidad de los pactos.

3.2.3. Oponibilidad

La doctrina argentina ha mantenido varias posiciones acerca de la oponibilidad de los pactos parasociales ya que han sabido diferenciar quién participa en su suscripción para reconocerles oponibilidad. De esta manera, Anaya (s.f.) (citado por Araya, s.f.) menciona que la problemática de la oponibilidad de los convenios tiene su origen en lo que él denomina la problemática de la fragmentación, que se refiere a la segmentación

²³ Al hablar de reglas de juego se hace referencia a las normas, requisitos que deben cumplir y límites que deben seguir los pactos entre accionistas para materializarse en el fenómeno societario.

que sufre el contrato social al suscribir convenios parasociales, ya que en dicho momento –en caso de reconocerse su oponibilidad frente a terceros- al margen del estatuto se otorgan nuevos derechos y se imponen nuevas obligaciones, separando de esta manera nuevas relaciones jurídicas en el campo societario y el civil.

Esta primera postura sostiene el argumento de la inoponibilidad de los convenios entre accionistas respecto a terceros no participantes y la sociedad, siempre que no sean todos los socios quienes hayan suscrito el convenio. Esto en razón a que se generará una nueva relación jurídica únicamente entre los socios que hayan participado, por ende, solo a estos socios les es oponible dicho convenio mas no lo es para quienes no lo suscribieron. Se debe tener en cuenta que el principio de inoponibilidad se cimienta en el concepto de ajenidad de la sociedad frente a los participantes del convenio parasocial (Fuad, 2012).

Por otro lado, acerca de los efectos del principio de oponibilidad frente a las obligaciones que se generan de la suscripción de un convenio “Martorell (1997) explica que son irrelevantes para la sociedad; el acto jurídico es válido para las partes, pero carece de efectos frente a terceros (entre los cuales se incluye a la sociedad)” (citado por Triolo, 2013, p. 522). En este sentido, queda claro que los convenios entre accionistas son inoponibles a la sociedad y a terceros en el escenario que los suscriptores no conforman la totalidad de los socios de una compañía, situación que debe ser puntualizada ya que, en otras circunstancias la oponibilidad de los convenios tendrá otros alcances.

De manera contraria al escenario anteriormente explicado, si se suscribe un pacto entre accionistas en el cual los participantes conforman la totalidad de los socios de la compañía –por ejemplo, en el caso de los convenios de sindicación de acciones²⁴-, la oponibilidad de dicho pacto alcanzará a la misma sociedad mercantil porque, como

²⁴ “Conforme a Madariaga (1981) el convenio de sindicación de acciones es un contrato plurilateral de organización o asociativo, para-social, por el cuál varios accionistas de una sociedad combinan la manera en que ejercerán su derecho a voto de modo de influir en la vida social según las directivas previamente establecidas por el grupo sindicado” (citado por Favier y Favier, 2013).

consecuencia del hecho anterior, se entiende que conoce de su existencia, por lo tanto le vincula y le es oponible.

Este razonamiento surge en la medida que se entiende a la persona jurídica mercantil como un vehículo legal conformado por socios o miembros quienes aportan bienes o capital para realizar un giro de negocio y así obtener utilidades. Para ello los accionistas deben actuar colegiadamente de forma que logren el objetivo final que han fijado en comunidad, el cual es obtener utilidades (de manera general) y maximizar su valor y el de la compañía (conforme lo planteado en esta investigación). El comportamiento colegiado que caracteriza a los socios de una compañía es lo que permite comprender que, al ser todos los miembros de la sociedad los suscriptores de un convenio, la misma entidad jurídica tiene pleno conocimiento de él y por ello también le será exigible.

Este pensamiento es promovido por Araya (s.f.) quien identifica a la **participación de todos los miembros de una sociedad en la suscripción de un pacto parasocial** como “identidad de partes”, elemento fundamental para que el pacto sea oponible ante la sociedad. Asimismo, “más allá de esto, no solo se requiere de la coincidencia subjetiva, sino también de la objetiva. Esta última se refiere a la coincidencia de los resultados del derecho de obligaciones y del derecho de sociedades” (Fuad, 2012, p.34).

El mismo autor luego explica que aquello que reconoce como coincidencia objetiva se explica mediante la expresión “*dolo facit qui petit quod redditurus est*”²⁵ en la medida que nadie puede hacer uso de una norma con la intención de eximirse del cumplimiento

²⁵ Al traducir esta expresión latina al español se tiene la máxima de Derecho la cual explica que: actúa con dolo quien pide lo que está obligado a devolver. (Phillimore, 1856, p. 13). Recuperado de <https://books.google.com.ec/books?id=tw8AAAAYAAJ&pg=PR13&lpg=PR13&dq=dolo+facit+qui+petit+quod+redditurus+est+que+significa&source=bl&ots=wwHP1gUSdm&sig=ACfU3U3x2SIOy0YdZ.Nle4f8zC26mm2eig&hl=es-419&sa=X&ved=2ahUKewiA14Pei-bpAhVOLKwKHV3cAmkQ6AEwBnoECACQAg#v=onepage&q=dolo%20facit%20qui%20petit%20quod%20redditurus%20est%20que%20significa&f=false>

de otra, por lo tanto, aquel accionista suscriptor de un pacto parasocial no puede buscar incumplirlo escudándose en el cumplimiento de una obligación que haya contraído para con la sociedad mercantil de la cual es parte.

Por lo tanto, se debe entender a la coincidencia objetiva como el acto de “conectar” o “coincidir” tanto las obligaciones que se mantengan con la sociedad como aquellas derivadas de la participación de un acto parasocial ya que, de este modo, quienes mantengan los dos tipos de obligaciones no tendrán motivos para incumplir una u otra y así se asegurará el cumplimiento de los convenios de accionistas. La coincidencia objetiva permite la subsistencia de una relación jurídica entre privados y de las obligaciones que surjan de ella dentro del ámbito social de una compañía evitando que se sobrepongan entre sí, delimitando el ámbito de aplicación de las relaciones entre accionistas, así como de ellos con la sociedad y de esta manera, se asegura la existencia de los pactos entre accionistas.

Al igual que en la jurisdicción española, la oponibilidad es muy importante en la medida que ayuda a identificar a quién se puede reclamar el cumplimiento de las obligaciones que deriven de la suscripción de un convenio. Asimismo, identificar la oponibilidad de los pactos entre accionistas permite reducir las situaciones en las que este instrumento puede emplearse, de manera que, al conocer su alcance, es decir, precisar qué sujetos se han obligado mediante su suscripción, también posibilita determinar en qué ámbito se ha de encasillar la relación que surja de su suscripción.

La determinación de la oponibilidad de los convenios trae como consecuencia un beneficio para quienes los suscriben e incluso para la sociedad y sus miembros ya que de esta manera se reducen los costos de transacción²⁶ presentes en la gestión delegada de la

²⁶ En este caso, se entienden como costos de transacción a aquellos conflictos que surgen de la transferencia de derechos de propiedad existentes en la relación principal-agente dentro del órgano de control de la sociedad mercantil.

sociedad mercantil y en las acciones dirigidas a mantener el giro de negocio, y ello a su vez permite maximizar su valor en el mercado.

Igualmente, la determinación de la oponibilidad define la posibilidad de incluir diversas cláusulas en ellos, no con intenciones de coartar la flexibilidad de convenir que estos presentan, sino con la finalidad de delimitar sus efectos y objetos buscando precautelar el interés de los miembros de la sociedad y de la sociedad misma.

3.2.4. Aspecto particular

Mientras el elemento que algunos autores reconocen como coincidencia objetiva protege y garantiza una correcta suscripción de pactos entre accionistas, existen otros elementos que los conforman para ejercer control sobre su alcance. Como se ha visto anteriormente, es importante reconocer los límites en que los pactos entre accionistas han de ser aplicados ya que tener bien establecidas las reglas de juego o lineamientos garantiza su existencia y permite un mayor control sobre su mala utilización. De esta manera, al revisar el límite de los pactos entre accionistas en el fenómeno societario argentino se debe considerar un elemento característico de los convenios entre accionistas de esta jurisdicción, como es el interés de la sociedad.

Para la doctrina societaria argentina el interés social es un “instituto” importante ya que permitirá establecer el campo de acción de los convenios entre accionistas y además ayudará a determinar su oponibilidad frente a terceros. Un ejemplo de la importancia de este instituto lo da Araya (s.f.) quien explica que no tomar en cuenta el interés social al momento de establecer cláusulas dentro de los convenios entre accionistas provoca que estas sean ineficaces. Se puede apreciar que el interés social es un elemento necesario -y por lo tanto importante- para la configuración de un pacto parasocial, sin embargo, no se ha determinado con unanimidad lo que este instituto significa concretamente.

A primera vista, la relación entre el pacto parasocial y el interés social no es clara, lo cual es demostrado por Triolo (2013) quien reflexiona al respecto y manifiesta que definir lo que se ha de entender por interés social conlleva tan dificultosa tarea que ello trae como consecuencia la necesidad de analizar su significado atendiendo al caso concreto para que el convenio entre accionistas no lo contraríe.

Para comprender el instituto del interés social ⁹⁸ se puede tomar como punto de partida la función que se le adjudica. Como se ha mencionado en líneas anteriores, el instituto tiene como función determinar el campo de acción y la oponibilidad de los pactos parasociales, por lo tanto, se puede decir que tiene una función limitadora. Consecuentemente, en consonancia con esta finalidad se puede entender al interés social como aquél interés de la compañía que han de representar, mantener y ejercer los miembros accionistas con el objetivo de maximizar el valor de la sociedad mercantil.

Asimismo, el interés social puede entenderse como el interés de la empresa frente al posible abuso de sus miembros o al descuido en el manejo del giro de negocio (Araya, citado por Fuad, 2012), limitando el ámbito de acción de los pactos parasociales principalmente a dos escenarios:

1. Protección de la sociedad frente a escenarios de adversidad tanto a nivel externo (competencia en el mercado) como internamente a nivel organizacional (conflicto de intereses entre órganos de propiedad y control de la sociedad), y;
2. Potenciamiento de su actividad económica, lo que permite maximizar su valor en el mercado.

Por otro lado, se dice que el interés social es clave al momento de identificar la oponibilidad de los pactos entre accionistas ya que, si se pretende que el convenio sea oponible ante la misma sociedad ha de verificarse que se respete el interés de la sociedad; por el contrario, si el interés social no está presente en la configuración del pacto

parasocial este no cobrará exigibilidad alguna y por lo tanto será oponible únicamente para los individuos que lo suscriban.

Esto ocurre porque, como se ha dicho antes, se puede entender al interés social como el interés de la compañía personificado a través de su órgano de control delegado y de propiedad, y al ser así la sociedad mercantil tiene conocimiento -aun siendo a manera de representación- del pacto entre accionistas y por lo tanto en ese momento se vuelve oponible a ella.

Al contrario, el hecho de haber suscrito un pacto sin respetar el interés de la compañía, ni con la finalidad de maximizar su valor, ni para proteger a la sociedad del abuso de sus miembros provoca que este se desvista de su naturaleza societaria y solo quede cubierto de su naturaleza contractual u obligacional que actúa únicamente sobre los sujetos que lo han suscrito, provocando así que dicho pacto pierda su naturaleza parasocial y sus características *sui generis*, desnaturalizando por completo al pacto, de forma que su existencia pierda total sentido.

De esta manera, incluso sin gozar de una definición establecida por la doctrina o jurisprudencia argentina se puede entender que el interés social ha sido introducido en el fenómeno societario como un elemento de los pactos entre accionistas que además de cumplir con su función limitadora, ha de funcionar como un instrumento de unidad o comunión de los accionistas de una sociedad mercantil y su órgano de gestión fungiendo como un puente que conecte los intereses de cada uno para conformar convenios que coadyuven a la maximización del valor de una sociedad mercantil.

Consecuentemente, al proceder con la abstracción de los elementos aplicables a la jurisdicción ecuatoriana, se rescatan: la accesoriedad de los pactos parasociales respecto al contrato de sociedad y los estatutos; y el alcance que la jurisdicción argentina les otorga

pues los convenios parasociales además de regular las relaciones entre los socios, pueden regular aspectos de gestión de la sociedad.

En primer lugar, el reconocimiento de accesoriadad al pacto parasocial implica necesariamente que, si no existe escritura de constitución o estatutos, los pactos parasociales tampoco existirán. En este sentido, la aplicación de esta relación a los pactos parasociales que suscriban las C.A.F.C. permitirá que sus miembros regulen situaciones derivadas de las limitaciones presentes en el estatuto, manteniendo sus soluciones dentro del espectro de la sociedad, empleando la autonomía de la voluntad para solucionar sus conflictos, sin recurrir a otros medios de solución. Por lo tanto, reconocer accesoriadad a los pactos parasociales en el Ecuador es una ventaja en el sentido que se reconocería su uso para corregir las limitaciones de los estatutos o contratos de sociedad en cuanto a la regulación de las relaciones de los miembros de una compañía.

El reconocimiento de un alcance “supra accionario”²⁷ a los convenios parasociales permitirá a los accionistas de las C.A.F.C. solucionar los problemas de agencia que afecten de manera directa en la gestión de la compañía y no solamente limitar su uso a la solución de los problemas que surjan entre sus miembros. Ahora bien, este alcance del pacto parasocial contribuye en la regulación de conductas -del administrador o el accionista- que puedan producir a la compañía un menoscabo en su valor de mercado, situación en la cual, por ejemplo, los pactos parasociales pueden establecer políticas de gestión de la compañía.

El alcance que se reconoce a los pactos parasociales en la jurisdicción argentina permite que

In reality, we encounter shareholder agreements ranging from free market type solutions, where business families let their family members freely buy and sell their shares within the family (in theory – but usually not in reality – also to individuals outside the family), to hybrid solutions, where there are some criteria

²⁷ Este término hace referencia a la posibilidad de usar un pacto parasocial con más fines que la regulación de las relaciones entre accionistas.

*in place that constrain the buying and selling of shares (e.g., a limited and defined number of buyers or shares), to very restrictive solutions, where share transfers are limited to extreme cases such as death or family exit. (Binz, 2020, p.3)*²⁸

Por lo tanto, la posibilidad de regular las relaciones entre los socios hace que estos convenios sean utilizados también, por ejemplo, por los miembros de una C.A.F.C. para determinar la cantidad de acciones que ofertarán en el mercado bursátil sin dejar de tener un porcentaje mayoritario de posesión de la compañía, lo cual les permite mantener el control de esta, sin renunciar a la desintermediación financiera.

3.3.Colombia

3.3.1. Origen

A pesar de que el fenómeno parasocial del derecho societario colombiano presenta algunas similitudes con la realidad española y argentina, también se destacan ciertas características que, al revisarlas, de igual manera aportan a la comprensión del pacto parasocial.

El desarrollo de dicho instrumento societario tiene origen en el año 1971 según añade Reyes (2011) (citado por Mejía, 2014) con la integración del código de comercio en el régimen jurídico en el cual se previó la posibilidad de suscribir acuerdos parasociales como acuerdos de accionistas, posteriormente en el año 1995 se expide la Ley 222 en la cual se plasman los requisitos formales, objetivos y subjetivos necesarios para la suscripción de los convenios de accionistas y que estos sean vinculantes frente a los socios no suscriptores y la sociedad misma.

Estos avances normativos en el campo del derecho societario fueron renovados en el año 2008 con la incorporación de la Ley 1258 en la que se modificaron algunas normas

²⁸ En realidad, encontremos convenios entre accionistas que van desde soluciones de tipo de libre mercado, donde las familias empresariales les permiten a sus miembros familiares que compren y vendan libremente sus acciones dentro de la familia (en teoría –pero generalmente no en la realidad- también a individuos ajenos a la familia), hasta soluciones híbridas, donde existen ciertos criterios establecidos que limitan la compra y venta de acciones (por ejemplo, un número limitado y definido de compradores o acciones), a soluciones muy restrictivas, donde la transferencia de acciones está limitada a casos extremos como muerte o salida de un familiar. (Traducción libre al español).

respecto a la suscripción, requisitos y validez de los convenios de accionistas aplicables para la sociedad por acciones simplificada; en consecuencia, a pesar de no regir sobre las sociedades anónimas que cotizan en Bolsa –tipo societario en que se enfoca el presente trabajo- se hará referencia a sus normas y reglas ya que se consideran como aporte respecto a la prevalencia de la libertad de contratación y la autonomía de la voluntad, aspectos importantes para la configuración de los pactos parasociales.

Consecuentemente, en Colombia existen dos regímenes diferentes en cuanto a pactos entre accionistas se refiere. Reyes (2011) (cita por Mejía, 2014, p. 10) explica que, por un lado, cuando se trate de convenios parasociales suscritos dentro de una sociedad simplificada por acciones, se ³²deberán observar los requisitos establecidos en el artículo 24 de la Ley 1258 de 2008, mientras que, si el pacto se suscribe dentro de cualquier sociedad distinta a la ya mencionada se debe cumplir con los requisitos del artículo 70 de la Ley 222 de 1995.

Únicamente para efectos comparativos se hará referencia del régimen de la Ley 222 como el “régimen limitador” ya que admite la suscripción de convenios de forma limitada; y, al régimen de la Ley 1258 como el “régimen permisivo” porque admite la suscripción de pactos de forma amplia sin mayores limitaciones.

3.3.2. Naturaleza y Objeto

La innovación normativa del régimen permisivo respecto al requisito subjetivo de los pactos parasociales permite que otros accionistas también puedan beneficiarse de él. La posibilidad de que más accionistas suscriban un pacto parasocial hace que este instrumento sea usado para regular diversas situaciones, lo cual a su vez modifica su naturaleza ya que como se ha visto en otras secciones del presente documento, los accionistas pueden acordar el cumplimiento de variadas obligaciones respecto de la sociedad o su relación inter-sociedad, motivo que hace necesaria la descripción de su

naturaleza, para lo cual se tomará en cuenta una corriente que no discrimina la naturaleza de los pactos parasociales según el régimen -limitador o permisivo- al que pertenezcan.

Es así como, con un enfoque general, al tener en cuenta que en su aspecto más evidente –al igual que en las otras jurisdicciones revisadas- la naturaleza de estos pactos responde a la de un contrato mediante el cual los suscriptores se comprometen a cumplir con obligaciones y sus correspondientes contraprestaciones. Adicionalmente respecto a la naturaleza contractual de los pactos parasociales, “Feliu Rey (s.f.) trae a colación que la finalidad y el contenido del acuerdo en ocasiones desplazará la tipicidad legal de un contrato para cubrirlo bajo el ropaje de un pacto parasocial, sin que ello implique desconocer la regulación y naturaleza del negocio subyacente. La vasta fenomenología de la materia nos permite afirmar que se trata de contratos unilaterales, bilaterales o plurilaterales, de tracto sucesivo o de ejecución instantánea, siendo los más comunes los sinalagmáticos de tracto sucesivo” (citado por Henao, 2013, p. 186-187).

En el mismo sentido, Henao (2013) agrega que comúnmente los convenios entre accionistas configuran un contrato sinalagmático, debido a que en su mayoría se acordarán obligaciones recíprocas, como es el caso de un sindicato de voto en el cual todos los suscriptores entregan la posesión de sus acciones con el fin de asegurar su voto respecto de un tema en una junta general, y como obligación recíproca a esta se suele suscribir un convenio en el que se bloquee la venta de las acciones por determinado tiempo, de manera que se asegura que quien posee las acciones del resto de accionistas no las pueda vender bajo ningún concepto.

De igual manera al revisar la reflexión de Henao líneas arriba, este es el motivo por el cual también ha dicho que el convenio entre accionistas es un contrato en el que participan varios sujetos; de modo que estos pueden ser bilaterales, plurilaterales o incluso unilaterales (entendiéndose como unilateral a que solo una parte suscriptora

distinta de la otra adquiere obligaciones originadas por el pacto) dependiendo de las obligaciones que se acuerden en el instrumento.

Consecuentemente, su componente contractual se evidencia con claridad debido a que su fin más elemental es converger dos o más voluntades de distintos accionistas (o como se ha resaltado anteriormente, incluso la voluntad de la sociedad misma o la de un tercero ajeno) con el objetivo de mejorar las relaciones entre accionistas y/o complementar vacíos normativos en los estatutos o contrato social, dos escenarios que permitirán a la compañía maximizar su valor en el mercado. Asimismo, la naturaleza contractual de los pactos entre accionistas se traduce en que estos “pueden ser modificados por quienes los suscriben con su mero consentimiento, sin tener en consideración requisitos formales o legales que para el caso de los estatutos sociales resultan obligatorios” (Mejía, 2014, p.5).

De esta manera, se puede decir que los pactos entre accionistas previstos en el ordenamiento jurídico colombiano tienen una naturaleza *sui generis* en la que convergen la naturaleza contractual y la societaria. Así, la adecuación de los tipos de contratos ocurre para ajustar este instrumento a las necesidades, obligaciones y prestaciones que se han de acordar entre los accionistas, cuidando por supuesto que no se pierda la esencia contractual del convenio. Por lo tanto, la validez de los pactos parasociales también debe estar sujeta al cumplimiento de preceptos de derecho societario según dicta su naturaleza *sui generis*.

Por consiguiente, conforme la naturaleza parasocial del pacto entre accionista, se debe comprender que este instrumento, en correspondencia a la reflexión de Henao (2013), fundamenta su validez en las normas de derecho común provenientes del orden público, la moral y la ley, y de igual manera manifiesta que para quienes ligan al pacto parasocial con el contrato social -además de lo mencionado- deben cumplirse las normas

imperativas que regulan el funcionamiento de cada tipo de sociedad, los derechos mínimos de los accionistas y los principios configuradores del tipo societario.

Así pues, es consecuente que este instrumento también deba observar las normas y los principios que dictan la configuración de las sociedades mercantiles ya que los pactos parasociales no han sido concebidos para quebrantar la ley ni mucho menos para desnaturalizar a las sociedades mercantiles dentro de las cuales estos instrumentos se suscriben. Esto se entiende en la medida que las mencionadas normas rigen la dinámica societaria y con ella la organización de las sociedades, los derechos, las obligaciones y los intereses de los socios o accionistas, la sociedad misma y terceros, quienes forman parte del fenómeno societario.

3.3.3. Oponibilidad

Una vez que se ha revisado la naturaleza y el objetivo de los pactos parasociales en la jurisdicción colombiana es necesario examinar los efectos que estos tienen al suscribirse, es decir, su oponibilidad.

Apelando al elemento civil-contractual que envuelve a los pactos parasociales en esta jurisdicción, se infiere que, en principio estos instrumentos serán oponibles únicamente ante sus suscriptores, sin embargo, los regímenes vigentes establecen ciertos requisitos que, de ser observados, modifican la oponibilidad de los pactos.

En este sentido, en un principio, el sujeto habilitado para suscribir un pacto parasocial se encontraba limitado por ley, por lo tanto, la oponibilidad de este instrumento se limitaba solo a quien lo suscribía. Esta limitación se encuentra plasmada específicamente en los artículos 22 y 70 de la Ley 222 de 1995 en los que se aclara en primer lugar que se considera administrador de una sociedad al representante legal, los miembros de juntas o consejos directivos y quienes ejerzan dichas funciones ⁶¹ según lo establecido en los estatutos de la sociedad (Mejía, 2014, p.8) y; en segundo lugar, que

solo aquellos accionistas que no ejerzan la función de administradores de la sociedad pueden suscribir un pacto parasocial, por lo tanto, en este escenario, los pactos parasociales son oponibles únicamente a aquellos accionistas que no gestionan a las compañías o participan en la toma de decisiones mediante juntas generales, lo cual no permite el uso de este instrumento para maximizar el valor de las compañías. Sin embargo, la Ley 1258 no hace referencia alguna respecto a esta limitación subjetiva, de lo cual se desprende que dicho impedimento no existe y por lo tanto cualquier accionista puede suscribir un pacto parasocial (Camargo-Agudelo, 2017, p.41).

Respecto al alcance objetivo de los pactos parasociales, conforme lo establecido en el artículo 70 prescrito en el régimen limitador, pueden versar únicamente sobre una sindicación de voto o sobre la representación de varios accionistas o socios concentrada en uno solo en sus juntas, pero luego la misma autora explica que la limitación del objeto de los pactos parasociales de este régimen no implica la existencia de una prohibición de convenir sobre otros temas ya que en función a la autonomía de la voluntad esto si es posible siempre que no contravenga los estatutos de la sociedad y el objeto sea lícito (Camargo-Agudelo, 2017, p.31-32).

Se debe tener en cuenta una limitación respecto al objeto de los pactos suscritos bajo el régimen limitador, ya que como explica Reyes-Villamizar (s.f.) (citado por Camargo-Agudelo, 2017, p.32), aún si se cumplen las reglas anteriores, el pacto parasocial no genera obligaciones a terceros ni a la sociedad, es decir, no es oponible ante estos sujetos.

Sin embargo, al revisar el artículo 70 del régimen limitador bajo la perspectiva del derecho civil, se entiende que sus preceptos no constituyen una limitación objetiva, en su lugar, se los puede entender como una penalidad a la oponibilidad del convenio ya que los accionistas podrán convenir acerca de lo que ellos crean pertinente –sin rebasar los

límites legales-, sin embargo, no podrán pretender la validez de lo pactado frente a terceros ajenos. Esta situación pone en conflicto la naturaleza contractual del instrumento regulado por el régimen limitador ya que se coarta la libertad de contratación y la autonomía de la voluntad.

Al hablar de los pactos parasociales a los que hace referencia el régimen permisivo la situación es totalmente diferente. Teniendo en cuenta la naturaleza contractual de los convenios entre accionistas, la autonomía de la voluntad de los suscriptores es importante ya que al revisar el artículo 24 del régimen permisivo, se evidencia que en él se amplía el alcance objetivo de los pactos al establecer que mediante ellos se puede acordar sobre “la compra o venta de acciones, la preferencia para adquirirlas, las restricciones para transferirlas, el ejercicio del derecho de voto, la persona que habrá de representar las acciones en la asamblea y cualquier otro asunto lícito” (citado por Mejía, 2014, p.10), lo cual también significa que la oponibilidad de estos pactos parasociales -cuyo objeto es más amplio- alcanza a otros individuos además de los accionistas, los cuales, dependiendo del caso pueden ser inversionistas, acreedores u otros *stakeholders*.

Esta ampliación del alcance de la oponibilidad de los pactos parasociales se ejemplifica en el caso que, *a grosso modo*, gracias a su naturaleza contractual el alcance objetivo de los pactos parasociales sobrepasa las obligaciones de los accionistas para con la sociedad, y alcanza a las relaciones entre socios mismos, por lo tanto, como lo afirma Mejía (2014) mediante los pactos parasociales se puede regular o pactar acerca de todo lo que los socios o accionistas consideren importante, como puede ser la gestión y control de la sociedad pero siempre deberán tener en cuenta que el límite del alcance de los pactos es el objeto lícito y los preceptos de ley o los estatutos de la sociedad.

Nuevamente, el factor contractual de los convenios entre accionistas juega un papel importante en su configuración y entendimiento porque es trascendental comprender que

este instrumento especial del fenómeno societario tiene características que en muchos casos permiten a los socios regular y convenir -sin trabas legales o formales- obligaciones entre ellos, que influyen positivamente en la sociedad. Este es el motivo por el que se comprende al pacto parasocial como un instrumento que permite materializar la autonomía de la voluntad de los accionistas y mejorar las relaciones que se desarrollan al interior de una sociedad mercantil ya sea entre el órgano de gestión y de propiedad o al interior de cada uno.

En este sentido, la ampliación del alcance objetivo de los pactos parasociales, el establecimiento de su límite y consecuentemente de la oponibilidad son indicadores de la libertad contractual que los conforman y es por esto precisamente que Mejía (2014) resalta la posibilidad de que sean modificados por sus suscriptores con el único requisito de su mero consentimiento a diferencia de la modificación de un instrumento propiamente societario como el estatuto social, para lo cual obligatoriamente se debe observar requisitos formales o legales.

La oponibilidad de los pactos parasociales en el régimen permisivo está supeditada al cumplimiento de requisitos como el que los pactos celebrados deben ser depositados en las oficinas donde el órgano de gestión de la sociedad ejerza sus funciones, sin que sea necesario que quien reciba el pacto sea el representante legal de la compañía, además se debe observar que su duración sea no mayor a diez años contados a partir de su celebración –que pueden prorrogarse por una sola vez- y se debe tener en cuenta que, de inobservarse estos requisitos, el pacto no será exigible ante la sociedad o terceros. Por otro lado, el régimen limitador establece que los pactos parasociales amparados por él son oponibles cuando son entregados al representante legal para que luego se depositen en las oficinas de la gerencia de la sociedad, pero a diferencia del régimen permisivo, este no

establece un límite de duración de los convenios como requisito para su oponibilidad (Camargo-Agudelo, 2017).

Cabe mencionar que Mejía (2014) explica la oponibilidad de los pactos parasociales partiendo de la clasificación de Giorgio Oppo, de manera que:

1. Los pactos de organización son oponibles ante sus suscriptores y terceros como la sociedad mercantil o alguno de sus órganos en la medida que uno de los objetivos de este tipo de convenio es regular aspectos de la organización, funcionamiento y toma de decisiones dentro de la estructura de la sociedad, sin embargo, si por medio de este pacto se pretende regular el funcionamiento u organización de la Asamblea General o Junta de Socios, entonces no será oponible ante la sociedad debido a limitaciones establecidas por ley y estatutos que regulan este aspecto;
2. Los pactos de atribución son oponibles ante sus suscriptores y terceros (como la sociedad) en la medida que el objeto de estos pactos es otorgar ventajas o beneficios a la sociedad mercantil, lo cual la habilita a exigir su cumplimiento y lo puede hacer amparada en la figura de la “estipulación para otro” que está recogida en el Código Civil colombiano que permite que a individuo estipular a favor de una tercera persona, aún sin haber de por medio un derecho de representación a su favor; y,
3. Pactos de relación, cuya oponibilidad solo se hace efectiva frente a las partes que los suscriben puesto que su finalidad es regular aspectos de la relación entre los socios de la compañía.

Al extrapolar esta situación a la dinámica parasocial ecuatoriana nos encontramos con una limitación respecto a la oponibilidad de los pactos parasociales puesto que como ya se ha mencionado, estos pactos no se encuentran desarrollados en la normativa, por lo tanto, tampoco existe una normativa que explique los efectos legales de la oponibilidad, ni requisitos al respecto.

La única referencia de ley que se tiene sobre la oponibilidad de los pactos parasociales está establecida en el artículo 191 de la ley de compañías, el cual prescribe que

Art. 191.- El derecho de negociar las acciones libremente no admite limitaciones. Serán válidos los pactos entre accionistas que establezcan condiciones para la negociación de acciones. Sin embargo, *tales pactos no serán oponibles a terceros*, sin perjuicio de las responsabilidades civiles a que hubiere lugar, y en ningún caso podrán perjudicar los derechos de los accionistas minoritarios. (énfasis fuera de texto) (LC, 1999)

De la cual se entiende que el único pacto parasocial previsto por ley no es oponible ante terceros incluyendo a la sociedad mercantil misma. Conforme lo revisado en el primer capítulo, a pesar de que la legislación societaria no desarrolla al pacto parasocial pero sí lo reconoce, el alcance de su oponibilidad deberá ser determinado en otras instancias que pueden contemplar el derecho civil o la determinación mediante resolución judicial.

Esto representa un problema ya que la oponibilidad es un elemento fundamental de los pactos parasociales y en este sentido, para ser empleado como un instrumento que ayude a maximizar el valor de las C.A.F.C. todos sus elementos deben regularse de manera clara, como ocurre en las jurisdicciones revisadas que han construido una normativa alrededor de este instrumento que permite su uso conforme lo propuesto en la presente investigación.

3.3.4. Aspecto Particular

Desde un principio hay que comprender que, tanto para la jurisdicción argentina como la colombiana, el interés social es un elemento que le precede al convenio entre accionistas, es decir, no surge con él o por él; al contrario, surge como límite de las sociedades mercantiles ya que dictará la dinámica de los diferentes intereses que convergen en la persona jurídica. Considerando esto, para efectos del presente caso, se revisará de manera específica las teorías del interés social respecto de la sociedad anónima

en Colombia, puesto que su comprensión y descripción en esta jurisdicción varía sustancialmente de aquella presentada en la sección de Argentina.

Se debe tener en cuenta que en cada jurisdicción el interés social es entendido en correspondencia a sus propias circunstancias, sin embargo, ya que es un elemento que se ha repetido en las jurisdicciones argentina y colombiana, y por la similitud de sus derechos societarios con el ecuatoriano, es necesario explicarlo.

Con esta aclaración, el interés social es un elemento que deberá observarse y respetarse al momento de suscribir un convenio parasocial en la medida que estos, como se ha mencionado en otras ocasiones, buscan unir los intereses de los accionistas o socios que conforman una sociedad.

La doctrina argentina ha facilitado un primer acercamiento al interés social describiéndolo desde la práctica mediante el análisis de cada caso. Se considera que este proceso es un beneficio para la aplicación de los pactos parasociales ya que permitirá que tanto ellos como la normativa que los regula se adecúen a la realidad societaria y las necesidades de las sociedades mercantiles y/o sus accionistas.

Por lo tanto, se considera que para comprender la validez y el límite de los pactos parasociales en el fenómeno societario colombiano es fundamental adentrarse al tema referente al interés social. Por este motivo se recurre a la doctrina colombiana, en la cual se ha encontrado un cimiento teórico que permitirá entender la influencia de este elemento en los pactos parasociales. En este sentido, se hace referencia a diferentes corrientes que explican el interés social; por un lado, se tiene una visión enfocada al interés de los accionistas y la persona jurídica y por el otro, el interés de terceros ajenos como el Estado, puntos de vista que se reflejan en la teoría contractual e institucional respectivamente.

Conforme al criterio de Acosta (2014), la teoría institucional considera que la compañía ocupa una función *cuasi*-mediadora entre el interés privado –interés de la

sociedad mercantil- y el interés general -representado por el Estado- en la medida que su actividad económica genera cumplimiento de obligaciones que terminan beneficiando al Estado; consecuentemente, la prosperidad de la sociedad es la prosperidad del Estado.

Por este motivo se considera al interés social como el de la compañía misma, es decir, el interés de expandirse y aumentar su producción o, lo que es lo mismo, maximizar su valor y deja a un lado el interés de los accionistas. Por lo tanto, se evidencia que la teoría institucional tiene una carga intervencionista de parte del Estado en el interés social.

Totalmente contraria resulta la teoría contractual del interés social, en la que se promueve la comprensión del interés de la sociedad con una intervención estatal mínima. En otras palabras, según Acosta (2014), la teoría contractual entiende al interés social como aquel de los accionistas o socios que, en correspondencia al acuerdo con la libertad de contratación y la autonomía de voluntad han de plasmar sus intereses, dejando al Estado un papel nulo o casi inexistente que se limita a una regulación mínima de las sociedades mercantiles.

Entonces, la intervención del Estado en el fenómeno societario provocaría una estructura societaria restringida, ya que no cuenta con el conocimiento necesario de la problemática financiera, gerencial y comercial de las empresas, a fin de viabilizar las soluciones de las sociedades mercantiles, de manera que la teoría contractual otorga libertad de actuación al derecho privado en la instauración de las demás reglas de funcionamiento de la persona jurídica para satisfacer los intereses de quienes la conforman.

Debido a que *“While shareholder primacy is the standard that informs directors’ duty to act in the best interests of the company, it is a mistake to infer that, necessarily, the interests of shareholders and ‘other stakeholders’ are automatically in competition”*

(Atkins y Luck, 2019. p.2)²⁹, por lo que posteriormente surgió una teoría que condensa las posturas expuestas anteriormente que enfoca sus esfuerzos específicamente en determinar el interés social ² de las compañías anónimas que cotizan en bolsa, un tipo de compañía que surge del seno del derecho societario pero cuya actividad económica y participación en el mercado de valores tiene gran incidencia, por lo cual también está bajo el interés de los llamados *stakeholders* y consecuentemente admite la intervención estatal. Esta teoría ha sido reconocida por la doctrina societaria colombiana como “teoría institucional moderna”.

Se puede decir que la teoría institucional moderna es el resultado de experiencias de jurisdicciones como la estadounidense, en la cual el derecho societario, respecto de las sociedades comerciales que cotizan en bolsa, tuvo tres momentos de regulación:

1. Regulación estricta,
2. Ninguna regulación y,
3. Punto medio, en la que se permite el desarrollo del giro de negocio con la imposición de ciertos límites.

En este sentido, al verificarse el éxito de la adopción del punto medio –como ocurre actualmente en Estados Unidos–, Colombia ha adoptado esta última postura y ha realizado esfuerzos en condensar la teoría institucional moderna ya que en el fenómeno societario colombiano coexisten las teorías institucional y contractual.

El Estado colombiano, por medio de la Constitución reconoce una función social a la compañía anónima y, por lo tanto, si bien se reconoce el interés de los accionistas, de igual manera llama a respetar el interés de terceros ajenos como en este caso el Estado, el mismo que debe reflejarse en el interés de la sociedad mercantil (Acosta, 2014).

²⁹ Mientras la primacía del accionista es el estándar que impone el deber de los directores (órgano de gestión) de actuar en el mejor interés para una empresa, es erróneo inferir que, necesariamente, el interés de accionistas y otros individuos están automáticamente en competencia. (Traducción libre al español).

De este modo, la teoría adoptada en Colombia busca integrar el interés de la sociedad misma como persona jurídica, el de sus miembros, y el de terceros ajenos como el Estado, lo cual en un primer momento supone una dificultad al establecer el interés social como un límite de los pactos parasociales, puesto que, para suscribirlos se debe verificar que no se transgreda ninguno de los mencionados intereses.

Sin embargo, es el mismo Estado quien por medio de: a) las normas de derecho común que provienen del orden público, la moral y la ley; y b) la imposición del cumplimiento de normas imperativas para la conformación y función de los tipos societarios limita el ejercicio de la libre contratación, la autonomía de la voluntad y el desenvolvimiento económico de las sociedades mercantiles. Por consiguiente, los elementos normativos mencionados anteriormente son la manifestación de los límites establecidos por el interés del Estado a los pactos parasociales.

Por lo tanto, aquello que se contemplaba como una dificultad se resuelve al entender que, en Colombia, el interés social condensa al interés de los accionistas, el de la compañía y el interés del Estado de manera efectiva. Esto permite que el interés social se materialice en un verdadero límite de los pactos parasociales en la medida que estos deberán observar y no transgredir los intereses de los accionistas, y el interés de la sociedad –el cual lleva consigo el interés estatal por la función social que se le reconoce– y lo hace en la medida que se respeten las normas emitidas por el Estado que han sido mencionadas en el párrafo anterior.

Finalmente, de la jurisdicción colombiana se pueden extraer dos elementos aplicables a la realidad societaria ecuatoriana, los cuales son: el interés social y los requisitos de oponibilidad de los pactos parasociales.

En primer lugar, la consideración del interés social como límite de los pactos parasociales les permitirá a los miembros de una C.A.F.C. suscribir pactos parasociales

que no vulneren los intereses de la sociedad mercantil, teniendo en cuenta que dicho interés estará conformado por los intereses de la compañía misma, los administradores, los accionistas y *stakeholders*, ya que “*Only if the shareholder agreement fits with the idiosyncratic context of the family will it support the family in attaining the goals that they pursue for both family and business*” (Binz, 2020, p.4).³⁰ Por lo tanto, los convenios entre accionistas necesariamente deben reflejar y estar alineados con los intereses de los miembros -de los órganos de propiedad y gestión- de las C.A.F.C. -e incluso *stakeholders*- para que su fin como instrumento de maximización del valor de las C.A.F.C. se materialice.

De esta manera, los problemas de agencia que puedan surgir dentro de la C.A.F.C. se minimizarán en la medida que la suscripción de pactos parasociales funciona como un medio de solución de conflictos ya que para su materialización los intereses de todos quienes conforman la dinámica societaria deberán integrarse, de modo que también se prevea la satisfacción de los intereses de los inversionistas en la suscripción de un pacto parasocial. Así se puede asegurar que este contrato permita la participación de las C.A.F.C. en el mercado bursátil.

En segundo lugar, los requisitos de publicidad de los pactos parasociales en la jurisdicción colombiana son de plena aplicación en nuestra jurisdicción en la medida que amplían los requisitos extraídos de la jurisdicción española. En este sentido, la imposición del depósito de los convenios parasociales en las oficinas donde funciona el órgano gestor de la C.A.F.C. permitirá que todos los socios tengan conocimiento de ellos y de esa manera se configura un control ya que, al estar a disposición de todos los socios, cualquiera podrá reclamar su mal utilización -que puede configurarse incluso desde la inobservancia del interés social al momento de suscribirlo-.

³⁰ Solo si el pacto entre accionistas se ajusta al contexto idiosincrático de la familia, le ayudará a alcanzar los objetivos que persiguen tanto para la familia como para la compañía. (Traducción libre al español).

CAPITULO IV

Buen Gobierno Corporativo

4.1. Buen Gobierno Corporativo: Concepto

En el segundo capítulo de la presente investigación se revisaron las jurisdicciones española, argentina y colombiana con el objetivo de extraer elementos clave que permitirán utilizar al pacto parasocial en el Ecuador de una manera ordenada para que los accionistas de las C.A.F.C. formulen soluciones a los problemas de agencia, que se les presentan como consecuencia de su ingreso al mercado bursátil.

Ya que “...in countries whose corporate governance systems are not geared to the maximization of shareholder value, agency costs are rife, investor protections are weak and capital markets fail to allocate resources efficiently with adverse effects on growth and innovation” (Gindis, Veldman y Willmott, 2020, p. 400)³¹, es importante comprender que el buen gobierno corporativo (BGC) es un instrumento que permitirá a las C.A.F.C. organizar su estructura interna, mediante la aplicación de normas, reglamentos y

³¹ En países cuyos sistemas de buen gobierno corporativo no están orientados hacia la maximización del valor para los accionistas, los costos de agencia abundan, las protecciones a los inversionistas son débiles y los mercados de capital no asignan recursos eficientemente, lo que provoca efectos adversos en el crecimiento e innovación. (Traducción libre al español).

principios que regulen su gerencia, de manera que se fortalezca y así, al momento de ofertar sus valores en Bolsa y obtener financiamiento, su posición en el mercado se vea aventajada.

En lo que concierne a las ventajas extra-legales que devienen de la adopción de buen gobierno corporativo para las compañías e incluso en entorno en que se desarrollan, “Rafael La Porta et al (200) expresan que: *Tellingly, the rationale for introducing a corporate governance code invariably relies on the influential empirical research conducted by economists Rafael La Porta et al. (2000), which shows that this facilitates external finance, favours capital market liquidity and more generally enhances a country's attractivity to business*” (citados por Gindis et al, 2020, p. 403)³².

El buen gobierno corporativo, al igual que los pactos parasociales es un instrumento con larga trayectoria en el derecho de sociedades de muchos países y, del mismo modo, busca solucionar los problemas de agencia que se derivan de la separación del poder y la control delegado de las sociedades cotizadas ya que “...*corporate governance was originally intended to address the internal dynamics of the company, limited to the relationship between the shareholder and director bodies...*” (Tsagas, 2020, pp.12-13)³³.

Por este motivo, es acertado decir que “*Governance is a form of corporate risk mitigation, focusing on the decision-making processes within a company to limit the likelihood boards and executives will misuse corporate assets or make ill-considered choices*” (Dravis, 2018, s.p.)³⁴, de modo que, el Buen Gobierno Corporativo es un

³²Es revelador, que la razón fundamental para introducir un código de buen gobierno corporativo se base invariablemente en la influyente investigación empírica realizada por los economistas Rafael La Porta et al (200), en la que se muestra que esto facilita el financiamiento externo, favorece la liquidez del mercado de capitales y, de manera más general, mejora el atractivo empresarial de un país. (Traducción libre al español).

³³ El buen gobierno corporativo originalmente tenía como objetivo abordar la dinámica interna de la compañía, limitada a la relación entre los accionistas y directores. (Traducción libre al español).

³⁴ La gobernanza (Buen Gobierno Corporativo) es una forma de mitigación de riesgos corporativos, que se enfoca en los procesos de toma de decisiones dentro de una empresa para limitar la probabilidad de que las juntas y los ejecutivos hagan un mal uso de los activos corporativos o tomen decisiones equivocadas. (Traducción libre al español).

instrumento que facilita las buenas relaciones entre los administradores (órgano de gestión) y los accionistas (órgano de posesión) y esto permite minimizar los problemas de agencia que ocurran en la dinámica interna de una compañía y por lo tanto, también de las C.A.F.C.

La función de mitigar problemas de agencia, que cumple el BGC se manifiesta a través “...*the independence standards in the laws and rules for corporate governance measure potential conflicts of interest, with the assumption that independence from conflicts will produce independence in judgment*” (Dravis, 2018, s.p.)³⁵, por lo que las medidas o normas de buen gobierno corporativo promueven a que cada órgano de las compañías actúe con independencia frente a los conflictos de interés que puedan existir entre ellos (problemas de agencia), lo cual finalmente permitirá que ambos busquen potenciar al vehículo jurídico –que en el caso de la presente investigación es la C.A.F.C. que les contiene.

El origen del buen gobierno corporativo surge como respuesta a grandes escándalos financieros como el caso *Enron*, que manifestaron las debilidades de los mecanismos tradicionales de control y supervisión, lo cual provocó la ¹¹⁷ pérdida de confianza en la forma que se gestionan las grandes sociedades cotizadas en ese momento. Por este motivo, al tener como finalidad el incremento de la transparencia de las actividades económicas, con especial enfoque en las sociedades que participan en el mercado bursátil debido al involucramiento de accionistas y el control que estos ejercen, el BGC se ha convertido en un elemento clave para atraer inversores y maximizar el valor económico de las compañías (Vásquez-Palmas y Vidal-Olivares, 2016, p. 391-392).

³⁵ Los estándares de independencia en las leyes y reglas de gobierno corporativo miden posibles conflictos de interés, con la presunción de que dicha independencia frente a conflictos producirá independencia de juicio. (Traducción libre al español).

De este modo, el buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas no solo se enfoca en formular medidas o normas que, al implementarse en la estructura y gestión de la sociedad, permite solventar o prevenir los problemas de agencia.

Además, se debe considerar que “...*corporate governance structures and processes... are specific to a firm at a point in time*” (Grace, Koski-Grafer y Lawrence Prendergast, 2018, s.p.)³⁶

Por ello, en este sentido, en el momento en que una compañía quiera cotizar sus valores en bolsa, en correspondencia a los intereses que confluyen en la dinámica del mercado de valores, las medidas que ha de proponer el buen gobierno corporativo deben formularse acogiendo los intereses de *stakeholders* y potenciales accionistas, ya que la manera en que las sociedades mercantiles estructuren su organización interna afecta directamente a sus actividades económicas, cuyos resultados influirán positiva o negativamente en la decisión de los inversores al adquirir acciones.

En estricta atención al buen gobierno corporativo dirigido a las sociedades anónimas cotizadas, se lo puede observar como un movimiento de reforma de la estructura del poder decisional de estas sociedades, que se materializa en la formulación de un conjunto de medidas cuyo objetivo es solventar los problemas de agencia que existen dentro de su estructura para garantizar al inversionista una gestión eficiente de las compañías (Sperber, 2007, p.73).

En la misma línea, el buen gobierno corporativo surge como respuesta a la necesidad de un mejor funcionamiento del órgano de control, el fortalecimiento de los derechos de los accionistas y los medios de control externo de la gerencia sea más eficiente (Bisbal, 1997 y Sánchez, 2005, citados por Arosemena, 2005, p. 135).

³⁶ Las estructuras y procesos de gobierno corporativo son específicas para una firma en un punto en el tiempo. (Traducción libre al español).

“Kaen (s.f.) explica que, desde un punto de vista de inversionista (potencial accionista): *Corporate governance is often described as the set of rules, structures and procedures by which investors assure themselves of getting a return on their investment and ensure that managers do not misuse the investor's funds*” (citado por Tsagas, 2020, p.14)³⁷.

Esta concepción del buen gobierno corporativo ayuda a marcar tres fases que delimitan los fines y objetivos de este instrumento societario, los cuales son: una primera fase marcada por la necesidad de garantizar la rentabilidad de los inversionistas, de manera que, la supervisión no afecte la gestión efectiva de la compañía cotizada, para lo cual se deben alinear los intereses de administradores y accionistas; la segunda, en que los accionistas minoritarios son protegidos por el B.G.C. frente al abuso de los accionistas mayoritarios por la alta concentración accionaria que ostentan, y; por último una fase en la que surge la autorregulación responsable y transparente de la cual emana la regla “cumpla o explique” que se detallará más adelante (Acosta, 2014, p.178).

Nuevamente, el buen gobierno corporativo está marcado por la convergencia de los intereses de quienes se involucran en la dinámica del mercado bursátil. Esto ocurre de manera que, en la primera etapa se evidencia una clara intención de satisfacer los intereses de los accionistas frente al órgano de control o gestión delegada; mientras que, la segunda busca intervenir concretamente en las relaciones del órgano de posesión de las sociedades para equilibrar los intereses de sus grupos accionarios, y; por último, el resultado de las etapas anteriores, de las cuales emana un BGC que finalmente integra los intereses del órgano de gestión delegada, los del órgano de posesión y, además integra los intereses de

³⁷Frecuentemente, el Gobierno Corporativo es descrito como el conjunto de reglas, estructuras y procedimientos por los cuales inversionistas aseguran de obtener una utilidad de su inversión y se aseguran de que los administradores no hagan mal uso de los fondos de los inversionistas. (Traducción libre al español).

los *stakeholders* buscando la exteriorización efectiva de las medidas que se adopten al interior de la compañía.

De este modo, al buen gobierno corporativo enfocado en la satisfacción de los intereses de accionistas o inversores (potenciales accionistas), se puede entender que “*Appropriate and timely reporting to investors is the direct obligation of a public company’s management*” (Grace et al, 2018, s.p.).³⁸

Por otro lado, teniendo en cuenta la maximización del valor de las sociedades mercantiles cotizadas, el buen gobierno corporativo cobra especial relevancia ya que también puede comprenderse como una estructura que establece los medios legales que la sociedad deberá utilizar para planificar y alcanzar este objetivo, por lo que este instrumento debe instaurar incentivos positivos de comportamiento al órgano de control para que este, al dirigir a la sociedad, busque satisfacer los intereses de los accionistas, los *stakeholders*, los inversionistas y la sociedad misma, los cuales confluyen en la sociedad mercantil (Vásquez-Palmas y Vidal-Olivares, 2016, p. 394).

Por consiguiente, se puede entender al buen gobierno corporativo como un instrumento que, mediante la proposición de una estructura organizada formule medidas o normas que regulen la actividad económica de la sociedad, controlen el poder de decisión del órgano de posesión, integren los intereses de los inversores, administradores, *stakeholders* y accionistas para minimizar los problemas de agencia con la intención de alcanzar un máximo desarrollo económico.

4.2. Breve revisión histórica

En el marco histórico que envuelve al tema, cabe destacar que uno de los primeros códigos de buen gobierno corporativo que forjaron las bases para el desarrollo actual de

³⁸ La presentación adecuada y oportuna de informes a los inversores es una obligación directa de la dirección de una empresa que cotiza en bolsa. (Traducción libre al español).

este instrumento societario es el Código *Cadbury*, creado por la Comisión *Cadbury*, conformada por varios individuos del sector empresarial y bancario, representantes de organismo de auditoría empresarial, comisiones de inversionistas, bolsas de valores, asociaciones de abogados y el sector académico superior, todos pertenecientes al Reino Unido; mientras que, en Estados Unidos, los casos de quiebra de gigantes como *Enron* o *WorldCom* dieron lugar a la creación de la Ley Sarbanes-Oxley (Guzmán y Trujillo, 2017, p. 28-29).

La Ley Sarbanes-Oxley, iniciativa del poder legislativo y ejecutivo de Estados Unidos y en vigencia desde el 2002, contiene legislación que impone un control más fuerte a las compañías con la exigencia de cumplimiento de más requisitos de transparencia por parte de las compañías y sus directivos (Arosemena, 2005, p. 148).

La creación del Código *Cadbury* extendió alrededor del mundo la preocupación de las actividades y comportamiento de las compañías respecto a la rendición de cuentas, lo cual provocó el esparcimiento de la promulgación de códigos de gobierno corporativo en muchas jurisdicciones, de modo que, cada uno estos códigos atendieran a la realidad societaria respectivamente, lo que resultó en la generalización de dos modelos de gobierno corporativo: el modelo anglosajón y el modelo europeo.

4.3. Modelos

Estos dos sucesos importantes en lo que respecta al surgimiento del gobierno corporativo marcan a nivel doctrinario algunos puntos que se deben rescatar como: la diferencia de enfoque entre el sistema anglosajón y europeo, la iniciativa de creación de estos códigos y, derivado de esto, su naturaleza jurídica; que ayudarán a comprender este instrumento para implementarlo en la propuesta de esta investigación.

En este sentido, de acuerdo con el primer punto en el párrafo anterior, Vásquez-Palmas y Vidal-Olivares (2016) mencionan que existen dos modelos de buen gobierno

corporativo, por un lado, se encuentra el sistema anglosajón presente en ¹⁰¹ Estados Unidos y Reino Unido; y por otro, el modelo europeo. El modelo anglosajón se caracteriza por un BGC dirigido a grandes compañías que tienen su propiedad dispersa en un gran número de accionistas que no participan en su gestión, por lo que concentra esfuerzos en implementar una estructura de protección a los derechos de los accionistas minoritarios y un mercado activo en el control de la compañía para solucionar los problemas de agencia entre el órgano de control delegado y los accionistas (órgano de propiedad), congeniando sus intereses. Debido a que en Europa las compañías tienen su propiedad concentrada y ejercida por estructuras familiares o el Estado, que participan activamente en su gestión y control, el modelo europeo de buen gobierno corporativo es totalmente diferente pues propone un sistema con un mercado de reducido control sobre las compañías, el cual busca solventar o prevenir los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios.

4.4. Alcance

Como se ha visto, el buen gobierno corporativo puede surgir tanto desde la iniciativa privada (como fue el caso en Reino Unido con la promulgación del Código *Cadbury*) configurándose como códigos de conducta, o desde la iniciativa pública (como el caso en Estados Unidos con la expedición de la Ley Sarbanes-Oxley), en cuyo caso se constituye como normas impositivas implementadas por el Estado; por lo que es correcto concluir que este es un instrumento que puede tener alcances jurídicos distintos ajustándose al entorno en el que sea desarrollado.

Por consiguiente, cuando el buen gobierno corporativo se encuentra establecido en legislación, éste será vinculante, y por lo tanto, de exigible cumplimiento por parte de los individuos sujetos a dicha normativa, como es el caso de la Ley Sarbanes-Oxley; mientras que, si el BGC se encuentra recogido en códigos de aceptación voluntaria expedidos por

organismos de carácter privado tales como bolsas de valores, asociaciones de gerentes, asociaciones de inversionistas o asociaciones profesionales no tendrá la misma exigibilidad que la anterior, por lo que su cumplimiento no será total³⁹ y/o universal⁴⁰.

Con la intención de ejemplificar el alcance del buen gobierno corporativo en los dos escenarios expuestos se hará referencia a los términos *hard law* y *soft law*. Es *hard law* aquella normativa recogida en un instrumento legal provisto de la fuerza coactiva para reclamar su exigibilidad a quien esté supeditado a él (Feler, 2015). Por lo contrario, se entiende por *soft law* a aquellos instrumentos que no cuenten con fuerza coactiva y, por lo tanto, no sea vinculante para quien se adscribe a ellos (Pastore, 2014).

En este sentido, se debe entender que, cuando el buen gobierno corporativo está prescrito en leyes y normas este tendrá el mismo alcance que *hard law* ya que, como se mencionó anteriormente, deberá ser cumplido por mandato legal, es decir, será obligatorio.

Un ejemplo de BGC con alcance de *hard law* se puede encontrar en el 88 Estado de Pensilvania (Estados Unidos de América) en el cual se han adoptado medidas impuestas por la Ley 163, cuyo propósito es imponer el cumplimiento obligatorio de medidas de buen gobierno corporativo ya que “*Under the Act, beginning January 1, 2020, and annually thereafter, Insurers must file with the Department⁴¹ written disclosures of confidential governance practices and policies, each known as a “Corporate governance annual disclosure” or “CGAD”*” (Hobaugh, 2019, s.p.).⁴²

³⁹ Total, en sentido del cumplimiento de la totalidad de las recomendaciones o lineamientos que estos códigos establezcan.

⁴⁰ Universal, en sentido del nivel de acogimiento a estos códigos por parte de todas las compañías que pertenezcan al medio en que se propone el buen gobierno corporativo.

⁴¹ Se hace referencia al Departamento de Aseguradoras de Pensilvania, entidad del estado de Pensilvania que regula a las compañías de seguros (Aseguradoras).

⁴² Conforme a la Ley, a partir del 1 de enero de 2020, y luego anualmente, las compañías aseguradoras deben presentar al Departamento, divulgaciones por escrito de sus prácticas y políticas de gobierno confidenciales, cada una conocida como “Declaración Anual de Gobierno Corporativo” o “DAGC”. (Traducción libre al español).

La mencionada Ley

...follows language from the Corporate Governance Annual Disclosure Model Act ("Model 305") and the Corporate Governance Annual Disclosure Model Regulation ("Model 306" and together with Model 305, collectively, the "Models") developed by the Committee. The Models seek minimum disclosure requirements by any state that adopts them to be enforced annually through its department of insurance. They must address: (1) corporate governance structure and framework, (2) policies and practices of its board of directors and significant committees, (3) policies and practices of senior management, and (4) how the board, its committees and senior management keep adequate oversight of critical risk areas impacting the insurer's business activities (collectively, the "Mandatory Disclosures"). (Hobough, 2019, s.p.)⁴³

Por otro lado, cuando el BGC se encuentre promulgado por entidades privadas, este tendrá el mismo alcance que *soft law* en la medida que no será vinculante ya que su contenido será entendido como principios, directrices o recomendaciones para quienes decidan acogerlo, de manera que no tendrán la fuerza coercitiva para ser exigibles. Un ejemplo de estos son los códigos de buenas prácticas como es el caso del Código *Cadbury*, ya que *"Codes of best practice are 'soft law' or self-regulation tools that are meant to empower shareholders vis-à-vis otherwise entrenched managers...thanks to various disclosure procedures"* (Gindis et al, 2020, p.403).⁴⁴

Ya sea que el buen gobierno corporativo se constituya como *hard law* o *soft law*, cada mecanismo presenta sus ventajas y desventajas dependiendo del entorno en que se aplique. Por consiguiente, en un primer momento, de acuerdo con la exigibilidad que

⁴³ La Ley 163 sigue el lenguaje de la Ley Modelo de Declaración Anual de Gobierno Corporativo ("Modelo 305") y el Reglamento Modelo de Declaración Anual de Gobierno Corporativo ("Modelo 306" y junto con el Modelo 305, colectivamente, los "Modelos") desarrollados por el Comité. Los Modelos exigen cumplimiento anual de requisitos mínimos de declaración por parte de cualquier estado que los adopte, a través de su departamento de seguros. Estos requisitos abordan: (1) estructura y marco de gobierno corporativo, (2) políticas y prácticas de su junta directiva y comités importantes, (3) políticas y prácticas de la alta dirección, y (4) cómo la junta, sus comités y la gerencia mantienen una supervisión adecuada de las áreas de riesgo crítico que impactan las actividades comerciales de la aseguradora (todas las cuales colectivamente se conocen como las "Declaraciones Obligatorias"). El Comité que ha desarrollado las leyes y reglamentos modelo es el Comité de Acreditación y Normas de Regulación Financiera, el cual es parte de la Asociación Nacional de Comisionados de Aseguradoras. (Traducción libre al español).

⁴⁴ Los códigos de mejores prácticas son "normas no vinculantes" o herramientas de auto regulación que son destinadas a empoderar a los accionistas frente a gerentes que de otra manera están arraigados, gracias a varios procedimientos de transparencia (de información de la compañía). (Traducción libre al español).

representa el *hard law*, se podría concluir que este mecanismo es más efectivo al momento de implementar BGC en la regulación de las compañías.

Sin embargo, conforme al criterio de Block (2004) (citado por Guzmán y Trujillo, 2017) la configuración de buen gobierno corporativo en normativa puede incentivar a las compañías cotizadas a realizar lo que se conoce como *deslisting*, o lo que es lo mismo, salir del mercado bursátil y convertirse en compañías cerradas, fenómeno que puede ocurrir debido al incremento del costo de permanecer en el mercado, provocado por el cumplimiento de las exigencias de la ley, como ocurrió por ejemplo con la implementación de la Ley Sarbanes-Oxley, para lo cual las compañías debían pagar auditorías y seguros de gerentes y juntas directivas más costosas, así como las responsabilidades legales impuestas a los gerentes generales y financieros al exigirles la certificación personal de la fidelidad y estrictez de los estados financieros de las compañías cotizadas.

En este sentido, el buen gobierno corporativo impuesto mediante regulación (*hard law*) aplicado a las C.A.F.C. al contrario de servir como incentivo a un ingreso controlado al mercado bursátil, se convierte en un obstáculo que imposibilita a estas compañías la búsqueda de financiamiento mediante desintermediación financiera, lo cual a efectos del presente documento resulta negativo.

Por otro lado, los códigos de buen gobierno corporativo (*soft law*) se presentan más flexibles a las C.A.F.C. en la medida que se configuran como un instrumento que proporciona principios, directrices o recomendaciones y, ya que no son mandatorios, faculta a las compañías optar por su adhesión o no, o incluso cumplirlos de manera parcial, por lo que las C.A.F.C. podrían adoptar las recomendaciones de estos códigos en la medida que sus recursos lo permitan, sin renunciar a la ventaja que le significaría cotizar en bolsa.

Esto sin duda representa un obstáculo para las C.A.F.C. que desean cotizar sus acciones en Bolsa, ya que, por un lado, un sistema societario que imponga el cumplimiento de normativa atada a un buen gobierno corporativo como requisito para cotizar en bolsa, originan costos que no todas las C.A.F.C. podrán cubrir por los gastos que implica la conformación del BGC, como por ejemplo, la contratación de auditorías privadas periódicas para calificarse y estar enmarcadas en la ley. En cambio, si el buen gobierno corporativo aplicable a las CA.F.C. no estuviese bajo el imperio de la ley, esto es, si su cumplimiento fuera opcional o facultativo, podría dar lugar a una adopción flexible de este instrumento a la situación actual de la compañía, de modo que, si esta mejora, pueda integrar más normas de BGC.

Ante la polaridad que presenta el buen gobierno corporativo en cuanto a su alcance, surge lo que conforme a Chávez y Silva (2009) (citados por Guzmán y Trujillo, 2017) se puede identificar como un híbrido entre la imposición del BGC mediante normativa o ley (*hard law*) y los códigos de adopción voluntaria (*soft law*), el cual se logra al combinar los beneficios de ambos alcances; de modo que se obtiene por ejemplo la creación de segmentos en el mercado bursátil, en los que se inscriben compañías que sí pueden cumplir totalmente con buen gobierno corporativo, propuesta que ha demostrado tener éxito especialmente en economías emergentes que se caracterizan por la concentración de propiedad de las compañías y el abuso de los accionistas mayoritarios sobre los minoritarios, lo que provoca en general una mala práctica de gobierno corporativo.

En este mismo sentido, De Carvalho y Pennacchi (2002) (citados por Guzmán y Trujillo, 2017) de acuerdo con su estudio explican que la adopción de estos segmentos en el mercado bursátil brasileño ha tenido éxito ya que las compañías que adoptaron las medidas de buen gobierno corporativo de los segmentos especiales consiguieron un incremento del precio de sus acciones.

Consecuentemente, la adopción de un alcance híbrido para el buen gobierno corporativo resulta positivo para el caso de una C.A.F.C. que desea ingresar al mercado bursátil y puede costear los requerimientos del segmento al que accede y como consecuencia obtendrá una ventaja sobre la competencia que no forma parte de dicho segmento, ya que de esa manera las probabilidades de conseguir el financiamiento que busca aumentarán.

Por otro lado, como se ha mencionado anteriormente, la posibilidad de configurar el buen gobierno corporativo con alcance de *soft law* no se descarta en la medida que, desde su implementación en códigos como el *Cadbury* su aplicación ha sido efectiva a pesar de que, por su naturaleza no vinculante, puede significar un cumplimiento parcial o nulo, situación que se ha subsanado con la implementación de la regla “cumpla o explique”.

4.5.Principio “cumpla o explique”

De esta manera, es necesario volver la mirada hacia el Código *Cadbury* ya que uno de sus grandes aportes al buen gobierno corporativo es conocido como la regla “cumpla o explique”, la cual se desarrolla a lo largo del “*Code of Best Practice*” (Código de Mejores Prácticas) contenido en “El reporte del Comité sobre Aspectos Financieros y Gobierno Corporativo”. Este principio, puede observarse en la sección de “Declaración de Cumplimiento” en la que se lee que la Comisión recomienda a las compañías cotizadas que reporten a partir de los años que terminan después del 30 de junio de 1993, declarar en su reporte y cuentas si cumplen con el Código e identificar y dar razones de su incumplimiento (Comisión Cadbury, 1992).

Este principio cobró importancia en la medida que materializa la flexibilidad de las recomendaciones del Código ya que en la sección de “Cumplimiento” del Código de Mejores Prácticas se establece que el Comité reconoce que las compañías cotizadas más

pequeñas inicialmente pueden tener dificultades para cumplir con algunos aspectos del Código. Los directorios de las compañías cotizadas más pequeñas que por el momento no pueden cumplir con partes del Código deben tener en cuenta que, en cambio, pueden dar sus razones de incumplimiento (Comisión Cadbury, 1992).

Al instruir a las compañías la obligación de explicar los motivos por los cuales no se acogen total o parcialmente a las recomendaciones y medidas de buen gobierno corporativo, se les atribuye la facultad de cumplir de manera parcial siempre y cuando extiendan la motivación (explicación) del porqué proceden de dicha manera, al mercado bursátil, de modo que, es éste quien ejerce un control a las compañías que cotizan sus valores en la medida que la decisión de invertir en ellas o no, se hará de en correspondencia a su discreción.

Este principio permitió que la información que den las compañías cobre mucha importancia, al punto que

Disclosure, hence, became the popular and conventional regulatory strategy in the business arena to help assess the performance of corporations in the marketplace and largely operates as a market discipline tool, by targeting the investors as the priority recipient group. The relevant information is seen to be useful to investors, since based on the information, they can make profitable investment decisions that will help efficient companies to thrive in the market and punish companies that are not well managed. (Tsagas, 2020, p. 13)⁴⁵

Desde luego, al estar integrado en un código de aceptación voluntaria, el principio “cumpla o explique” sigue teniendo el alcance de *soft law*, sin embargo, en el mismo “Reporte del Comité sobre Aspectos Financieros y Gobierno Corporativo” se especifica que la Bolsa de Valores de Londres lo acoge como un requisito que las compañías necesariamente deben cumplir para cotizar sus valores en ella (Comisión Cadbury, 1992).

⁴⁵ La declaración, por lo tanto, se convirtió en la popular y convencional estrategia regulatoria en el ámbito empresarial para ayudar a evaluar el rendimiento de las compañías en el mercado y, en gran medida, opera como una herramienta de disciplina de mercado al dirigirse a inversores como grupo destinatario prioritario. La información relevante se considera útil para los inversionistas ya que con base en la información ellos pueden tomar decisiones de inversión rentables que ayudarán a compañías eficientes prosperar en el mercado y castigar a compañías que no son bien gestionadas. (Traducción libre al español).

De este modo, dentro de la regulación privada de instituciones no gubernamentales, el principio puede ser vinculante en la medida que su cumplimiento sea obligatorio como requisito para participar en ellas. De la misma manera, el principio puede cobrar exigibilidad en la medida que esté previsto dentro de la normativa que regule al derecho de sociedad de una jurisdicción.

El principio “cumpla o explique” será configurado como *soft law* o *hard law*, de acuerdo con la manera que este sea implementado en las diferentes realidades bursátiles que quieran adoptarlo sin afectar a su eficiente aplicación por parte de las compañías que lo adopten.

En conclusión, para que las C.A.F.C. puedan ingresar al mercado bursátil con una estructura organizada, su actividad económica bajo supervisión, su poder decisional coordinado con los intereses de la compañía, es decir, con una estructura que minimice los problemas de agencia que derivan de su participación en este mercado, es propicio que estas compañías, mediante su propia iniciativa adopten medidas de buen gobierno corporativo de manera voluntaria ya que además de afrontar los problemas de agencia, tendrán mejores oportunidades de obtener financiamiento pues sus acciones adquirirán más valor ya que contar con BGC -a ojos de inversionistas- funciona como una garantía de una óptima organización y alineación de su estructura, que permitirá maximizar su valor en el mercado.

4.6. Buen Gobierno Corporativo en el Ecuador

En el caso ecuatoriano, la promoción y difusión de las prácticas de buen gobierno corporativo inició en el año 2004 por iniciativa de la Bolsa de Valores de Quito, con el apoyo del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Center for International Private Enterprise* (CIPE), CONFECÁMARAS de Colombia, *International Finance Corporation* (IFC), el Foro

Global de Gobierno Corporativo, la Red Latinoamericana de Institutos de Gobierno Corporativo (ICGLA), la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa [IEGC], s.f.)

Posteriormente, en el año 2005, la Corporación Andina de Fomento, junto a la consultora internacional IAAG de España, la Asociación Venezolana de Ejecutivos (AVE), la Confederación de Cámaras de Comercio de Colombia (CONFECAMARAS), PROCAPITALES de Perú, La Bolsa Boliviana de Valores y la Bolsa de Valores de Quito crean el documento llamado “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” el cual era una referencia regional de gobierno corporativo, mismo que sería adoptado como el Código País sobre BGC por el Comité Ejecutivo Nacional de Buen Gobierno Corporativo, organismo integrado por la mayoría de los gremios de la producción y entidades de supervisión del país a iniciativa de la Bolsa de Valores de Quito (Bolsa de Valores de Quito [BVQ] y Banco Interamericano de Desarrollo[BID], 2011).

La más reciente aportación a la constitución de BGC en el Ecuador se consiguió con los esfuerzos conjuntos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la Comisión de Integridad y Anticorrupción de la Cámara de Comercio Internacional, la Bolsa de Valores de Quito, el Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa y *BID Invest* que trabajaron en la elaboración de “Las Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo”, recogidas en la Resolución número SCVS-INC-DNCDN-2020-0013 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, emitida el primero de septiembre del año 2020 (Resolución).

Este documento define al buen gobierno corporativo como “el sistema de control y dirección de las sociedades mercantiles” cuyos objetivos son proteger los derechos de los accionistas y la regulación de sus relaciones, entregar información transparente y

responsable sobre la gestión y control de la sociedad y su operación económica, recomendar mecanismos de control de la actividad de las sociedades, regular las relaciones con los grupos de interés y establecer recomendaciones para que el ejercicio del giro de negocio de las sociedades mercantiles se desarrolle conforme estándares éticos (R- SCVS-INC-DNCDN-2020-0013, 2020).

En este sentido, de acuerdo con los objetivos establecidos en la mencionada Resolución, el buen gobierno corporativo que propone la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (la Superintendencia), aplicadas a las C.A.F.C., vela por la reducción de los problemas de agencia que surjan dentro de la estructura de estas compañías ya que en su aspecto más general busca:

1. Regular las relaciones entre accionistas mayoritarios o minoritarios, y;
2. Regular la relación entre el órgano de propiedad (accionistas) y el de control (administrador) de la sociedad.

Sus resultados se materializan en el mejor control de la sociedad y la entrega de información financiera o no financiera, fidedigna, que le servirá de referencia al mercado para que deposite sus operaciones bursátiles en ella.

Las Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo, contenidas en la Resolución, establecen los principios bajo los cuales estas se crearon, que además guiarán a las compañías a cumplirlas eficientemente, los cuales son:

- a. Igualdad entre los accionistas mayoritarios y minoritarios,
- b. Transparencia en la entrega de información y rendición de cuentas de sus operaciones,
- c. Responsabilidad ante la sustentabilidad de la compañía, y
- d. Voluntariedad de aplicación de los lineamientos y principios del Código por parte de las compañías (R- SCVS-INC-DNCDN-2020-0013, 2020).

En este sentido, las normas promulgadas por la Superintendencia recogen la naturaleza flexible de los códigos de aceptación voluntaria en la medida que reconoce en ellas, el principio de voluntad y, de igual manera, específica

Las compañías, sobre la base del principio de autorregulación, *podrán someterse a estos principios, prácticas y lineamientos de manera voluntaria*, salvo los que, por circunstancias de orden público, establezca la autoridad competente como obligatorios. La adopción de estos lineamientos podrá ser implementada a través de su inclusión al estatuto social, mediante decisión adoptada, al menos, por las dos terceras partes del capital social. (énfasis fuera del texto) (R- SCVS-INC-DNCDN-2020-0013, 2020)

De modo que, no solo faculta a las compañías adoptar las medidas y principios propuestos en su Resolución, parcial o totalmente, además provee de mecanismos para su publicidad y aceptación.

Las C.A.F.C. podrán adoptar estas medidas una vez que ¹²¹ las dos terceras partes de su capital social las hayan aprobado; y, acogidas las medidas, las C.A.F.C. pueden incluirlas en los estatutos sociales como medio de publicidad de este acto, lo cual permite que el mercado tome la decisión de invertir en ellas o no, conforme su criterio, tomando en cuenta las prácticas, principios y lineamientos que las compañías hayan adoptado, de manera que se cumple el control del mercado sobre las sociedades cotizadas.

Aun en este escenario, las C.A.F.C. obtienen un doble beneficio derivado de la aceptación voluntaria de las medidas de buen gobierno corporativo, ya que por un lado, minimizan o controlan los problemas de agencia derivados de su ingreso al mercado bursátil y por el otro, se presentan con ¹⁴⁶ una ventaja competitiva en el mercado ya que la adopción y cumplimiento de dichas medidas garantiza a los inversionistas que su capital será invertido en una compañía con una estructura organizada y un giro de negocio controlado, lo cual se traduce en el resultado final esperado por las C.A.F.C. el cual es la obtención de financiamiento para maximizar su valor en el mercado.

A pesar de la naturaleza flexible expresada a través del principio de voluntariedad reconocida en la Resolución, Grijalva (2021) menciona que esta ha ampliado las

facultades de control de la Superintendencia y que, como consecuencia de ello, se suma la facultad de supervisar el cumplimiento de las Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo.

Del mismo modo, el Doctor Grijalva (2021) explica que, al añadirse la facultad de control del cumplimiento de las Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo, estas se convertirían en normativa de obligatorio cumplimiento, y, por lo tanto, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros puede emplear el esquema sancionatorio previsto en la Ley de Compañías en el cual existen llamados de atención, multas y menciona que incluso podría aplicarse la figura de supervisión y acompañamiento o intervención de una compañía –y por supuesto, serían aplicables a una C.A.F.C.-, por lo cual, el mencionado ente de control podría tener las facultades de vigilar y exigir el cumplimiento de las normas de buen gobierno corporativo contenidas en la Resolución, aún después de precisar que existen ciertas contradicciones entre la normativa que regula el ámbito societario y la normativa expedida en la Resolución.

Teniendo en cuenta el criterio del Dr. Grijalva, el principio de voluntariedad prescrito en la Resolución, y que la misma faculta a las compañías la adopción de las Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo, se evidencia un claro problema de antinomia, sin embargo, en correspondencia a los principios rectores del Buen Gobierno Corporativo (la autorregulación y la voluntariedad) y la propuesta de la presente investigación, se considera que hasta que dicho problema no sea resuelto, las C.A.F.C. cuyo objetivo sea potenciarse en el mercado, lo hagan a través del ingreso al mercado bursátil con la aplicación voluntaria de las normas expedidas en la Resolución por los motivos mencionados en párrafos anteriores.

CAPITULO V

Pacto entre accionistas y buen gobierno corporativo en América Latina y Europa

La descripción de la realidad del fenómeno societario respecto a los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo en países como Colombia, Perú, España e Italia y su comparación con la realidad nacional permite identificar elementos que puedan aplicarse a la situación de las C.A.F.C. que busquen maximizar su valor en el mercado mediante la desintermediación financiera.

5.1 Argentina

El profesor Salvatore Tolone Azzariti cuenta con un Doctorado (PhD) en Derecho Civil por la Universidad de Oxford. Desde el año 2012 es profesor adjunto de la cátedra de Derecho Privado en la Facultad de Derecho de la Universidad de Pavía en Italia. Asimismo, se desempeñó como investigador en la Facultad de Derecho de la Universidad de Oxford, Inglaterra desde el año 2006 hasta el año 2008. Profesionalmente se desempeña como consultor especializado en mediación internacional en las áreas de derecho civil y comercial, empresas y sociedades. Su aporte teórico a la investigación ayuda a comprender el tratamiento de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo en Italia.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Las compañías anónimas cerradas en el mercado, lo puedo decir desde un perfil teórico y la experiencia según lo que pasó en Italia, en donde este modelo, cuando empezó a ser mucho más centrado sobre la autonomía de los sujetos, extendió a una sociedad personal, familiar a lo que era un principio más buscado, que sería la división patrimonial de la responsabilidad. En este momento el desarrollo del modelo de la SRL se difundió mucho.

Todo esto es el concurso de muchos factores de los cuales, sin duda el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden ser factores concurrentes. Pero hay otros factores que son muy importantes, por lo cual yo modificaría el concepto de accionista a lo que es más adecuado, pensando en buen gobierno en el contexto de una sociedad anónima cerrada, porque es uno de los elementos de fuerza.

La acción en sí, *the share* da una unidad de medida unitaria igual para todos, que se puede multiplicar, puede ser más numerosa, pero es una unidad de medida conmesurable en proporción a la totalidad de las acciones. El concepto de cuota que es vigente en la SRL es algo totalmente diferente porque la cuota es algo que pertenece más a la abstracción, que se concretiza según la titularidad. Por ejemplo, tenemos las cuotas que no siempre son conectadas con la dimensión patrimonial. A diferencia de la acción que siempre representa una cantidad de poder en el contexto de la administración, la cuota al revés no. Por ejemplo, la cuota puede ser tan personalizada que, asignada a un sujeto en virtud de su capacidad de gestionar por experiencia, de su *know how* y, aplicado a campos de actividad económico o jurídica donde se requieren este tipo de capacidades, es algo que connota diferentemente la relación entre sujetos y grupos de sujetos y la SRL.

Por ejemplo, la cuota conectada al *management* que en la división de las utilidades vale el 30%, en el momento de la toma de decisión, justamente porque es asignada a un sujeto que tenga alguna capacidad, puede valer el 50%. Esto se refleja en la autonomía de la SRL. Por el momento tenemos que ver la perspectiva desde la cual examinamos el buen gobierno y el desarrollo de una sociedad anónima en el mercado de hoy.

Si nosotros vemos que, por la autonomía de los sujetos la SRL puede casi todo, perdemos de vista todo lo demás, así como el concepto de buen gobierno corporativo, el concepto de administración. La SRL es una sociedad que tiene la posibilidad de la máxima expansión de la autonomía subjetiva en el contexto de la fundación y asignación de los poderes y que tiene además la garantía derivada de las sociedades de capitales de división de responsabilidad, que no es original de la sociedad de persona, que es un elemento típico de las sociedades de capitales, y más allá de la normativa que le rodea, puede interiorizar y cristalizar en forma subjetiva, concreta, todos los conceptos de buen gobierno, acción, responsabilidad, etcétera.

Es verdad que el pacto parasocial y el buen gobierno corporativo se ponen como criterio interno a la administración, pero, aunque interno, es verdad que, por jurisprudencia o normatividad tenemos que llegar a un nivel objetivo de valoración y todo esto no lo tenemos en la SRL. Actualmente, en Italia ⁸¹ la sociedad de responsabilidad limitada es una sociedad de persona agregado el elemento de limitación de la responsabilidad entre sujetos y patrimonio de la sociedad.

El problema es el espacio fundamental que tengan estos pactos y la autonomía en sí, porque cuando yo tengo un valor unitario de la participación, multiplicada por entidades unitarias e iguales, que son las acciones, yo tengo que dar un sentido al pacto parasocial porque es algo numérico. El pacto, el buen gobierno están todos conectados a la dimensión numérica en un contexto en el cual la unidad de valuación es unitaria y

después multiplicable por un porcentaje. Cuando yo tengo una subdivisión del poder decisonal y ejecutivo y desmaterializando el área de intervención, porque yo puedo prever en una cuota que sobre alguna temática intervenga solo un sujeto que tenga una cuota particular que fue asignada debido a su competencia. En estos casos, nuestro concepto de asignación unitaria de un poder numérico no funciona.

Con lo cual, la pregunta es ¿Cuál es el margen de autonomía que queremos dar a la entidad jurídica, abstractamente dado y después concretamente aplicado, sociedad por sociedad y que puede dar este criterio de análisis?

Es obvio que, si reconocemos una libertad de los sujetos de intervenir en el contexto de una sociedad, no veo que los pactos parasociales tengan una función que puede ser integrada perfectamente, por lo cual no hay duda de que haya un problema, más allá de la legislación. Por lo cual el pacto parasociales es algo bien definido, que tenga una dimensión reconocida no solo por la sociedad sino por la legislación nacional de un país y obviamente crea un problema que se conecta a la duración del pacto parasocial y se tiene que afrontar si es o no algo que se tiene que hacer público.

No hay duda de que los sistemas puedan responder a esto de forma diferente. Podemos hacer un discurso más general sobre el tema de la función en sí del pacto parasocial. Porque no hay duda de que el pacto parasocial introduce un concepto de rigidez y todo esto tiene una función importante en el contexto en el cual el exceso de conflictualidad en mercados que tienen alguna estabilidad, crear inestabilidad societaria no hace bien a la sociedad ni a la mayoría.

En este contexto, el reconocimiento de un pacto interno a la sociedad – y en este caso yo lo haría depender de estos elementos: cuando el sector de mercado donde opera la sociedad es un sector de mercado relativamente estable donde se necesita un *long time*

programme, haría depender una admisibilidad de un pacto parasocial, no del pacto en sí sino de la oposición al pacto.

No es importante que yo tenga el cincuenta más uno por ciento de accionistas que me hacen un pacto mayoritario, sino que no haya un veinte y cinco por ciento de oposición al pacto, así dejando un área intermedia entre oposición y gobierno que pueda ser un estímulo para los gerentes del pacto no solo para responder a su interior sino para responder al exterior.

Si hay una *floating sharing* que no está vinculada al pacto, no es parte del pacto y no se opone, pero autoriza la gestión del pacto, pero en el momento que se mueve por el lado de la oposición puede hacer decaer al pacto porque la ley prevé que no haya una oposición de un cuantitativo, esto es un estímulo al buen gobierno del pacto en el sentido más amplio de la sociedad y es al mismo tiempo un elemento de garantía.

Es una idea muy evidente en el sentido que evitando la contraposición neta nosotros garantizamos un elemento de control mucho más eficiente. Esto lo hacemos con la sencilla regla que la mayoría relativa es el número que sirve para fijar un pacto, pero este otro número es el que necesitamos para no oponernos a un pacto. El pacto no va a ser válido, eficiente, eficaz en el momento en que el 25% de los accionistas se oponen. Esta es una idea.

Al revés, en un contexto en que tenemos mercados, siempre en un sentido jus-económico de extrema y más rápida evolución, por el tipo de contratos que rigen en este mercado con más volatilidad, el contexto del pacto, pensando en el instrumento de base de la SRL. En el contexto de la familia que trabaja en los diamantes, la familia que tiene una tradición en el oro, todo lo que tenga una volatilidad jus-económica donde se necesita adoptar con alguna rapidez algunas decisiones. Creo que este es un contexto determinante en el cual quizá el legislador tiene que poner algunos límites de vigencia, conectando

buen gobierno y entiéndase vigencia como una validez estructural de todos los actos fundacionales de los pactos parasociales.

La caída del valor de un determinado bien central de la SRL que vale 30%, donde no haya algunas medidas que el pacto toma hace que el llamado 25% de antes pueda pedir que este pacto sea reconocido como no más existente. Es claro que todo esto presupone un tipo de análisis nacional sobre lo que son bienes volátiles respecto al contexto normativo central o lo que no son tales. Esto podría estar o no podría estar presente.

Se puede pensar a este tipo de distinción también en forma más abstracta normativa y ponerla en general con índices de porcentaje de devaluación del bien discutido en donde no haya una adecuación del pacto a este tipo de presupuesto innovativo, la caída del bien sobre el cual esa sociedad principalmente se fundó para negociar.

En estos casos yo creo que por abstracción normativa podemos prever que un pacto rija o no rija según haya un reflejo jus-económico respecto a esta dinámica. Entonces sería una medida para el buen gobierno y un principio de adaptación normativa país por país.

Lo primero que me viene a la mente es la pequeña SRL por Sudamérica. El cobre en Chile, no hay nada más común que una mediana empresa de familia que gestione un recurso natural muy importante. Con un análisis de este tipo podemos tener estabilidad y al mismo tiempo responsabilidad de adaptación. Encontraríamos un límite central en el cual podemos fijar cuándo y cómo un pacto puede valer cuando decae estructuralmente por injuria, por incapacidad o por falta de previsión. Así que de alguna manera sería un tipo de discusión más concreta, porque al final creo que el riesgo es perdernos atrás de una fórmula que no tiene una concretización puntual caso por caso.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

Como práctica de buen gobierno corporativo, tenemos que ver qué entendemos a este nivel. Porque tenemos la directiva europea del 2011, el llamado Libro Verde. Pero el campo de aplicación del buen gobierno es claramente macro empresarial en este contexto. Aquí, al revés estamos discutiendo de un campo micro empresarial, así que buen gobierno es como decir en principio que la autonomía de las partes puede desarrollarse según su mejor entendimiento. Puede ser una SRL que gestiona un patrimonio familiar chico o grande o una SRL que gestiona capitales enormes, y que se connota con una forma de rigidez que normalmente está conectado con capacidades individuales y con la más amplia forma explicativa de la autonomía.

No. Hay responsabilidad de los administradores pero son todas internas. La capacidad de connotar el buen gobierno con un contenido normativo más concreto es esencial. El mejor buen gobierno es el que mantiene la mejor posición posible en el mercado a una sociedad. Pero todo eso se conecta a un margen de revocabilidad de la posición de administrador. Esto puede ser muy difícil o más fácil, depende de la autonomía. Por lo cual siempre tenemos que volver no solo al nivel de autonomía abstracto, que en la jurisdicción italiana es muy elevada. Con lo cual, autónomo deviene también en la medida sobre lo cual se justifica el buen gobierno.

No puedo decirle al juez, fue violado el buen gobierno a menos que la autonomía no haya elaborado, en el momento fundacional una dimensión del buen gobierno en cuanto tal.

Tenemos un problema muy esencial. La autonomía y la organicidad de la sociedad son principios esenciales. Hay autogobierno de la norma en el sentido que laboramos la norma, la transformamos en un acto de autonomía, acto constitutivo, estatuto y desde ahí empieza el autogobierno.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

Prácticamente cumplir con el acto en sí. Hoy la SRL se aplica a todo, entonces esto deriva en el efecto del principio de autonomía que significa también autonomía en la autorregulación. Hace siglos estábamos acostumbrados a pensar que la autonomía es la elección de un tipo en relación con una función y muchas veces mirando a la fuente y al *output* del esquema vamos a conectar al objeto como actividad sustancialmente y esquema teórico. Esta es nuestra manera de pensar, si tengo que hacer algunas cosas funcionales en el mercado, yo tengo que cumplir con algunos esquemas teóricos, una tipología y el sistema jurídico pone a mi disposición algunas tipologías y sobre algunas puedo intervenir con la autonomía entre ciertos límites o quizá con la autonomía puedo crear otras tipologías. Nosotros tenemos un esquema teórico de la SRL. Tenemos un elemento central que se llama responsabilidad limitada y alrededor de esto tenemos algunas cosas como la estructura, cómo se constituye, la poca norma obligatoria que tiene que respetar la constitución de una SRL, tenemos pocos límites a dónde vamos a operar y por qué. Tenemos muy pocos límites en cómo poner nuestra posición hacia la sociedad. Tenemos límites a la disponibilidad de la cuota justamente porque hay una relación orgánica. No es una sumatoria de socios porque el elemento estructural individual es muy débil respecto el normativismo central que es el acto constitutivo.

Al revés por algunas modificaciones sustanciales de lo que es el pacto inicial y solo en esa circunstancia, el cotista puede salir del contexto societario, justamente fortaleciendo el principio de la autonomía como elemento central constituyente, pero no

como autonomía entre sujetos, sino que es una autonomía en la organicidad que significa también dinamicidad que pertenece a todos los elementos estructurales, funcionales, de mercado de la fisionomía societaria hasta el elemento central que es la descomposición del valor unitario de la cuota.

Una cuota no es prevaler el 51% en algunos tipos de decisiones. Pero cuando tiene este tipo de decisiones usted tiene una salida total de la dimensión conmensurable de la participación que en la SRL se llama la inconmensurabilidad abstracta de la participación. Caso a caso se tiene que ver en qué se transforma esta situación subjetiva del cuotista que es exclusivamente generado por la autonomía.

En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio?

Si, las normales normas de la responsabilidad, como las normas que van a ser objeto de publicidad. Obviamente el balance tiene que ser veraz, todo lo que tiene que ver con el *third pact effect*, los deberes de los administradores. Pero más allá del buen gobierno, es orden público. La calificación en sí de buen gobierno, por cómo lo vemos después del 2011 en Europa es una connotación más ético-interna de la sociedad. El administrador y los sindicatos tienen deberes que son estos, de publicidad.

El buen gobierno en Europa tiene una connotación más conectada a una responsabilidad ético- jurídica con respecto al mercado, asunciones de riesgo o no. Es algo que viene después de la crisis que se trata de implementar en forma distinta, como *soft law*, no como algo que tenga una coerción jurídica.

En un contexto de SRL italiana obviamente existen los deberes previstos como que cada uno tenga una específica responsabilidad operativa, pero el gobierno en sí mismo, de este tipo, no hay.

En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

Existe normas sobre la responsabilidad y hay normas de orden público, por lo cual el juez puede intervenir directamente si tiene información o cualquier sujeto que tiene interés puede hacer valer su derecho violado. Hay normas que se tienen que cumplir que tienen diferentes grados de coerción, pueden ser más o menos flexibles. Normalmente hay intervención judicial.

Es prácticamente imposible imaginar una autoridad que intervenga en una agrupación llamada SRL, porque el principio normativo es que es algo totalmente autónomo.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

Si el gobierno corporativo no va ⁴⁵ más allá de los límites de la administración de la sociedad, no existen sanciones. Cuando el mal gobierno, la mal práctica en la administración sobrepasan estos límites, en esos casos sí.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

Si, pudiese ser, pero el discurso es siempre conectado al caso por caso y hecho por una buena legislación. Porque lo que yo tengo siempre claro por jurisprudencia y experiencia es que cuando se pone un estándar desde afuera, tiene que ser un estándar que tenga una capacidad de abstracción respecto a los fenómenos. Creo que no podemos vivir en una sociedad en que nos podemos permitir dinámicas anticipatorias sobre lo que conocemos por normas que vamos a imponer. Así que, por ejemplo, para ser más concreto, puedo poner el principio de buena administración, de asunción de riesgo, pero

vamos a ver siempre cuál es el momento de enraizamiento de este tipo de criterio, que es la parte más importante. Quiero decir que si yo en una sociedad pongo el criterio de buen gobierno que significa mantener la filosofía que inspira el buen gobierno en Europa y no logro fijar cuál es el criterio de aceptabilidad y no logro decir que en el caso que el administrador vaya a la asamblea de propiedad y le diga “yo quiero asumir estos riesgos aunque sean elevados y usted tiene que apoyarme con una deliberación *ad hoc*”. En estos casos nosotros tenemos un elemento que va más allá de su pregunta porque tendríamos propiedad y administración que se juntan para hacer un tipo de operación, actividad y que sea la minoría de la propiedad que tiene que estar en este tipo de decisión, pero no estamos en condición de fijar un criterio objetivo para que el tipo de decisión riesgosa que está por tomar la administración, aunque sea respaldada por la mayoría, sea nula.

Este es un ejemplo de base que yo pongo por decir que siempre tenemos que ponernos en mi perspectiva de análisis. No mucho en lo que es bueno, sino en lo que es posible y cómo es posible ponerlo en un perfil normativo, cómo lo arreglo normativamente, tengo o no una herramienta normativa que me garantice este resultado de buen gobierno y que al mismo tiempo no implique fortificación de la propiedad en el momento deliberativo.

Usted parte del presupuesto que propiedad y administración se separan, yo le hago el ejemplo al revés, cuando la administración está respaldada por la propiedad y conjuntamente superen el criterio de buen gobierno. Cómo podemos hacer que la minoría sea tutelada, dado que en el análisis teórico jurídico nos ponemos el problema no solo del individuo sino del sistema. El problema es el sistema, son los sujetos externos, acreedores, los *third party effects*. En estos casos me pongo el problema normativo, cómo hago para que todo esto se pueda activar por el individuo interesado.

¿Cuál es este tipo de herramienta? Tengo dos o tres elementos, el primero es que tengo un elemento de alta conflictualidad con el ordenamiento porque tengo que salir de la lógica mayoría-minoría y asumir que haya una deliberación nula, que tenga carácter de nulidad. Para que haya una deliberación de este carácter debe tener elementos concretos como contraste con norma imperativa, orden público, buena costumbre.

Cuando yo tengo que incorporar la fórmula de buen gobierno en este contexto y decirle tiene este contenido que es una clara expresión de una evaluación constitucional económica de orden público es entrar en la decisión de la sociedad y asumir que esta va en contraste con un principio de orden público económico.

¿Cómo normativizo un control externo que diga el contraste con el buen gobierno es causa de nulidad de la deliberación? Y que en la fórmula, cualquier sujeto que tenga interés pueda usarla. No tengo cómo transformar mi intención en una norma. Si yo tengo que normar, dar una forma jurídica al concepto, tengo que ver estos elementos.

No hay duda de que haya un principio de intervención sobre la autonomía, porque la autonomía no es anarquía. Yo me pongo el problema normativo, porque los principios son todos buenos, el problema es normativo. El principio del riesgo es uno de los elementos principales, creo que toda la teoría del riesgo que desarrollamos en otras ramas del derecho civil puede ayudarnos.

Si yo tengo que tomar algunas actividades que impliquen un riesgo sobre el capital de mi sociedad, tengo que hacer el análisis. Tengo el deber de volver a la asamblea para que me autorice y tengo que hacer una relación sobre el riesgo.

El cálculo del riesgo en un contexto de economía abierta es algo que muchas veces falla. Normalmente el riesgo va conectado a la rapidez de la decisión, así que el buen gobierno me dice que yo si lo hago ahora tengo posibilidad de ganar, si tengo que ahorrar y después invertir ya empieza a ser una decisión fuera de buen gobierno porque quizá

cambiaron las condiciones de mercado. Podríamos en esta manera generar un criterio selectivo, el buen gobierno en este momento se transformaría en una forma de criterio selectivo por lo cual solo las sociedades que tengan alguna capitalización pueden tener un nivel de riesgo, no pueden tener todo. La que podrá arriesgar cien mil dólares, la que podrá arriesgar cien millones de dólares, la que podrá arriesgar un millón de dólares según el fondo que tiene para garantizar este tipo de actividad.

Esto sería un control externo que tenga un valor externamente controlable. Esto me ayuda a mí, juez a entrar al contexto de las cuentas y decir “bien capital de riesgo ahorrado es tanto, se mantuvo”, el análisis de riesgo está. Pero sería una manera para ralentizar la actividad y bajar las actividades de la sociedad más pequeña, porque con una capitalización más baja se puede mover solo en un contexto más bajo. Y siempre nos deja el problema del análisis del riesgo, quizá el mercado de otros países no es como el mercado de Estados Unidos o el mercado de otros países, pero tienen su volatilidad. Esto puede ser una práctica de buen gobierno. Estamos discutiendo todo alrededor de un criterio del riesgo si, riesgo no. Cómo se gestiona el riesgo en un contexto societario entre facultades, derechos, propiedad y administración. En un contexto paradójico en el cual propiedad y administración desafían el buen gobierno. Una normativa de rigidez podría tener este carácter.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

Los pactos entre accionistas son algo bueno, dan estabilidad a un sujeto que opera en el mercado. Es un pacto entre sujetos que son poseedores de acciones así que pueden dictar el gobierno de una sociedad.

En la SRL tienen una característica relativamente importante, aunque no son el elemento central. El valor de un pacto entre accionistas en una SRL lo ves en el acto

constitutivo porque en el acto constitutivo ves si necesitas un monto de cuotas para tomar un tipo de decisión.

La clasificación es tipológica, hecha por tipología jurisprudencial o doctrinaria. Tienen alguna función en un contexto particular, coexisten con nuestra legislación desde antes del código civil. Tiene una validez obligatoria entre sujetos, son oponibles erga omnes.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Yo creo que cuando empieza una *IPO* o una *takeover*, todos estos fenómenos, lo que cuenta verdaderamente es un proyecto normativo claro. Yo haría un discurso que tenga una relación muy clara y analizable por parte de un sujeto tercero como el juez, yo fortalecería este elemento. Un proyecto estratégico por parte de la compañía y que en base a este proyecto estratégico se pueda siempre justificar o no el mantenimiento de un pacto o la oferta pública de adquisición de acciones por muchas razones. Primero porque hoy sabemos que tener finanza no es hacer economía, tener mucho dinero en un determinado momento y hacer una oferta pública de adquisición sin una estrategia no es la misma cosa, porque la adquisición es algo muy importante en un sentido estratégico.

Este es un elemento que tiene que ser fortalecido para mí, porque no es qué quieres comprar, sino qué quieres hacer. Asimismo, por el tema de la sensibilidad hacia el derecho de propiedad, porque el pacto parasocial no es solo un contrato de intercambio, es un contrato colaborativo que elabora una estrategia conjunta y no prevé intercambio de bienes, al revés, prevé una obligación entre las partes de involucrarlo bien. Por lo cual tenemos que intervenir al interior de una sociedad ya existente donde se ejerce un derecho conectado a la propiedad que es el derecho de voto. También para mí en este caso se

puede poner límites externos de obligatoriedad de información, por lo que el sujeto minoría puede pedir al administrador que relacione y decir si no es causa de decadencia, y si la respuesta es afirmativa, la necesidad de que el pacto se haga público.

Tenemos un problema de concretización porque la cara de una sociedad la hace el acto de una sociedad, cómo actúa una sociedad. Si existe un pacto, es algo que tiene una visión de la función societaria que tiene que ser desarrollada, porque esto va a influir. Yo imagino una concretización, una praxis constante sobre la cual empieza a haber una cara especial de su sociedad con respecto a lo que dice la teoría del acto de autonomía, del acto fundacional y del estatuto.

En este contexto el gobierno corporativo funcionaría primero con un deber de demanda de admisión de la existencia de un pacto. Segundo sobre la obligatoriedad de relación sobre el pacto, que el pacto sea incorporado en una asamblea en una deliberación, para que en este momento el juez externo tenga clara la cara concreta que va a asumir estratégicamente la sociedad.

En la toma de decisiones se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos parasociales con principios de claridad, transparencia de la decisión, y esto es constitutivo de la oferta pública de adquisición. La sociedad que va a comprar tiene que obligarse y decir qué va a comprar, por qué lo va a comprar, cuál es su estrategia. Esto existe ya como límites, pero tienen que ser fortalecidos. Por eso es por lo que esto es al revés, considerando la total diferencia del fenómeno.

Porque un pacto parasocial es algo interno que involucra propiedad y derechos societarios porque sobre la acción yo tengo una propiedad y cómo ejercitar el derecho que proviene de esta propiedad lo tengo que decidir yo.

Hay que buscar la herramienta jurídica para poderlo hacer, porque de alguna manera debemos tener una normativa que autorice primero la razón por la cual un pacto parasocial se tenga que hacer público.

El nivel de coerción sobre la publicidad es el momento más complejo porque estamos hablando de propiedad, de derecho al ejercicio libre del voto en una sociedad. Si no fijamos bien el elemento, tenemos un momento de fuga, un momento en el cual el derecho no nos acompaña más. Así que primero tenemos que ver si existe o no existe un pacto, porque ellos se pueden reunir en un contexto privado y hacer este acuerdo, no tiene ningún vínculo para hacerlo público, con lo cual tenemos que encontrar una *ratio* que nos diga que esto se tiene que definir públicamente.

Esta *ratio* para mí es el momento en el cual una determinada actividad societaria en el ejercicio concreto resulte, quizá por continuidad, en dos o tres deliberaciones, asambleas que tengan el mismo voto por la misma cantidad de sujetos contra los mismos sujetos. Sobre este punto yo creo que se puede interrogar al administrador para que relacione sobre la existencia de un pacto entre los socios y obligarle a los socios a decir la verdad sobre el punto. No veo otra manera que salir a través de una declaración con un mecanismo de sanción interna para la aceptación de un pacto. En el caso que se llegue a este nivel creo que el pacto tiene que hacerse público.

El problema es que el jurista tiene siempre que pensar en el contexto normativo, así que tiene que ver más o menos cuáles son las situaciones concretas que va a tener en su contexto elaborativo de la ley. Un estado socialista en el cual la legislación pueda intervenir con éxito sobre la dimensión propietaria privada es un contexto donde todo esto es menos posible por razones especiales del derecho de propiedad.

En el contexto de Ecuador, cual es la situación del socio minoritario, de la propiedad de un accionista, la función del administrador. Con este tipo de ingredientes

voy a definir la mejor dimensión del elemento de intervención para lograr un resultado que se llama buen gobierno. Hoy por hoy, el buen gobierno en Italia, con un principio de este tipo, al interior, sería casi imposible porque involucra miles de diferentes estructuras que tienen como único elemento que las hace pertenecer a la misma clase es la responsabilidad limitada.

Esta es la dimensión en la cual toda la legislación, inclusive de otros países se están desarrollando. Es una dimensión en la cual se busca abstracción y fuerte protección, quizá más fuerte que antes, de algunos pilares que son externos al fenómeno. El problema que hay es construir la estructura jurídica de todo esto.

Conforme el aporte del Dr. Azzariti, en la jurisdicción italiana, los principios de autonomía de voluntad y la autorregulación son elementos configuradores de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo a tal punto que su contenido presenta muy poca regulación.

Sin embargo, la inexistencia de un ente regulador ya sea estatal –puede ser la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros- o por medio de un ente privado – como la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil- provocaría la falta de reglas de juego para el uso de pactos parasociales y buen gobierno corporativo.

Esta situación provocaría un uso incorrecto de estos instrumentos, la no solución de problemas de agencia ni la determinación de las relaciones entre los órganos de las C.A.F.C. y si estas compañías ingresan al mercado bursátil bajo estas circunstancias el mercado bursátil ya no se configura como un elemento de financiamiento y maximización de su valor.

Por otro lado, el establecimiento de los criterios que se puedan utilizar para normar a estos instrumentos en la realidad societaria ecuatoriana determinará su efectividad puesto que se debe lograr que abarque de manera inclusiva a las C.A.F.C. con la finalidad

que los pactos entre accionistas y el buen gobierno corporativo se adecuen a su situación como un traje a medida que garantice su ingreso al mercado bursátil y la maximización de su valor en el mercado.

Por este motivo, como se ha mencionado anteriormente, al integrar el criterio de efectividad de los pactos parasociales en razón a su capacidad de solucionar problemas de agencia e integrar los intereses de los accionistas, gerente e inversionistas se alcanza el máximo potencial de estos instrumentos como coadyuvantes de las C.A.F.C. en alcanzar la desintermediación financiera sin limitar la autonomía de su voluntad ni su capacidad de autorregular sus relaciones internas.

Por otro lado, la publicidad del pacto parasocial que se vincula a la decisión de ingresar al mercado bursátil es importante en el sentido que esto va a permitir transparentar la información de la compañía para que ingrese al mercado bursátil y capte el financiamiento que buscan para maximizar su valor.

5.2.Colombia

Colombia presenta una amplia experiencia en el marco de las operaciones del mercado bursátil con la implementación los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo, de modo que, para efectos de la propuesta de la presente investigación se realizó una entrevista a la profesora Constanza Blanco Barón, del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia, quien cuenta con una especialización en Derecho Financiero y Bursátil, un Doctorado (PhD) ²⁴ en Sociología Jurídica e Instituciones Políticas por la Universidad Externado de Colombia, con la intención de poner en evidencia las ventajas que suponen la integración de estos instrumentos societarios para las sociedades mercantiles que ingresan al mercado bursátil.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Quisiera aclarar que si uno entiende el buen gobierno corporativo, lo puede entender como una categoría de estudio general tanto para compañías cerradas como para compañías abiertas y de hecho en la experiencia colombiana que data de hace poco menos de 20 años, la experiencia mostró que el ingreso de compañías que quisieran volverse públicas al mercado de valores ocurría independientemente de que hubiera un buen gobierno corporativo, de hecho, las primeras evaluaciones que se hicieron mostraron que había más compañías que cumplían buen gobierno corporativo que no estaban en el mercado de valores.

Si uno lo va a ver desde el buen gobierno corporativo únicamente, existen dos ámbitos: lo que es convicción y lo que es coacción. Desde el punto de vista de convicción, los empresarios entienden que el buen gobierno corporativo es útil, adecuado, oportuno, pertinente para el desarrollo de sus propios negocios en sentido que tener buenas prácticas, de cumplir estándares éticos, del “efectiveness”, es decir, el cumplimiento de los derechos, hace que haya un adecuado cumplimiento del objetivo del buen gobierno corporativo, que es maximizar el valor de las compañías y maximizar el valor de los participantes en el capital a pesar que se pensó inicialmente que fuera para sociedades por acciones.

El hecho de ir al mercado podría tener explicaciones distintas, pero cuando las compañías ya están en el mercado, cuando ya están captando recursos del público es cuando el buen gobierno corporativo se vuelve obligatorio. Las primeras experiencias en Colombia se hicieron como un proyecto que fue pensado entre lo público y lo privado y de hecho los que más avanzaron primero fueron los privados por el trabajo que se hizo a través de las Cámaras de Comercio a finales de los años noventa, principios de los dos mil.

Hubo un proyecto en el que se reunieron CONFECAMARAS (Confederación de Cámaras de Comercio) y Superintendencia de Valores de ese momento, que supervisa el mercado de valores en Colombia, que hoy en día hace parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. El resultado del proyecto fue una norma de la Superintendencia que era para los aportantes de los recursos en las operaciones de emisión de valores en oferta pública, que eran los fondos de pensiones.

La Superintendencia tenía una facultad en la Ley de previsión social, Ley 100 del (año) 1993, que decía que podía establecer los requisitos que iban a tener los fondos de pensiones en la conformación de sus portafolios. Esa es la Resolución 275 de 2001 que

es famosa por ser la primera norma de buen gobierno corporativo en Colombia que tiene un elemento de coacción, entonces no es el convencimiento, sino ya desde lo público, que es la línea que ha tomado la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos) desde hace muchos años y es: por qué debe haber buen gobierno corporativo en las empresas. Es indirecto porque si los fondos de pensiones son los que van a comprar los papeles, es mejor si los emisores de los papeles tienen buen gobierno corporativo porque se entiende que tiene mejores resultados, controlan mejor su riesgo, tienen unos estándares más altos que si no lo tuvieran.

Entonces, si los fondos de pensiones no tienen eso en cuenta y se pierden esos recursos, ¿a quién le corresponde pagar después las pensiones? es al Estado. Bajo este principio la Superintendencia de Valores estableció la obligatoriedad de los fondos de pensiones de que cuando estuvieran evaluando qué papeles adquirir para esos portafolios, se verificara que los emisores tuvieran buen gobierno corporativo.

Respecto a los pactos entre accionistas, estos son una cuestión natural del mercado, en el mercado de valores pueden entenderse como una cuestión natural. Los pactos entre accionistas obviamente son un elemento relacionado con el buen gobierno corporativo por cuanto los minoritarios no tienen el peso, la voz para hacer efectivos sus derechos políticos.

La evolución de la Resolución 275 es que efectivamente los emisores en Colombia adoptaron los principios de buen gobierno corporativo no porque no quisieran sino porque les tocaba, para hacer la oferta pública de papeles. Cuando ellos dijeron que no les pueden obligar, la Superintendencia les dijo que no los estaban obligando, si no quieren que los fondos de pensiones les compren, no tengan buen gobierno corporativo. Entonces finalmente ellos tuvieron que adoptar el buen gobierno corporativo.

Pero la evolución de esto es hasta la Ley 974 de 2005, que es la Ley de Mercado de Valores de Colombia, en donde se establece un título completo de protección de los inversionistas y uno de los elementos de buen gobierno corporativo que se hace obligatorio en la Ley es que pueda haber acuerdos entre accionistas que les da peso a los accionistas para hacer efectivos sus derechos políticos en la sociedad.

Cuando uno mira buen gobierno corporativo lo puede ver desde la convicción que es el convencimiento de los empresarios de adoptarlo voluntariamente, de hecho, la OCDE lo plante así porque estas son recomendaciones; y la otra línea que es la que más consideran los abogados, sobre todo comercialistas del Derecho más duro que dicen que la adopción de buen gobierno corporativo debería ser obligatorio.

Las líneas de discusión eran dos: o la Ley Comercial o la Ley de Valores. Por la Ley Comercial no se entendía tan claro que hubiera necesidad de poner cuestiones obligatorias, ya están, están los derechos de los accionistas planteados ya en la ley, pero como el gobierno corporativo se trata de hacer más, en la Ley de Valores si hay cuestiones adicionales a la Ley Comercial, que establecen ciertas obligaciones para los participantes, que ya son de obligatorio cumplimiento, pero están más dentro del ámbito de la protección de los inversionistas.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

En la misma línea de lo que le estaba comentando, en el supervisor del mercado de valores no se ha entendido que haya obligatoriedad, excepto en aquellos aspectos de la ley que establecen esa obligatoriedad y las razones por lo que se estaba manejando el ahorro del público, la captación de ahorro del público.

La (Resolución) 275 estuvo vigente más o menos hasta el año 2008 que fue reformada por una circular de la Superintendencia Financiera que fue la que fusionó a la

Superintendencia Bancaria con la Superintendencia de Valores que ya involucró más elementos de obligatoriedad en el sentido que contienen las obligaciones de los bancos y en la Ley Financiera también hay elementos de buen gobierno corporativo que se hacen obligatorios, adicionales a los de la Ley Comercial, pero lo que hay hoy en día es un ejercicio que se hizo también entre lo público y lo privado, en el que participaron gremios, participaron Cámaras de Comercio, fue un ejercicio mucho más amplio que el de principios de los años dos mil con la Superintendencia Financiera, en la que se establece que la Superintendencia Financiera que cuelgue en la página un código que se llama “Código País”.

Ese “Código País” fue construido con los elementos que se tenían de la 275 pero trae también e involucra ya todos los resultados de la crisis de principios de los dos mil, de Enron en Estados Unidos y la Ley Sarbanes-Oxley y sus obligaciones y ese proceso en que por la internacionalización se va diseminando por todo el mundo, está la Ley de Transparencia en España que trae el principio “cumpla o explique”, el cual dice “no es obligatorio si usted no quiere estar en el mercado, pero si está en el mercado, esos parámetros están ahí, cúmplalos” y el asunto es: “si usted no va a cumplir, porque adicionalmente el buen gobierno corporativo se establece para un tipo de sociedades por acciones, pero eso después se fue ampliando a otro tipo de organizaciones y emisores de valores en Colombia son además de las sociedades, las entidades territoriales, los fondos colectivos de inversión y otro tipo de entes que no tienen la formación societaria. Hay ciertos principios del buen gobierno corporativo que no se pueden cumplir porque no es el ámbito formal, pero que de alguna manera si se pudiesen cumplir en otros ámbitos, entonces si no lo puede cumplir o no lo quiere cumplir, explique por qué”.

El entorno general de eso es que no es una norma que el Estado va a sancionar si no se cumple, sino es el mercado el que va a disciplinar al emisor que no cumple los

principios. El resultado es el Código País que está en la página de la Superintendencia Financiera, es de acceso público, es un código que contiene normas obligatorias como recomendaciones adicionales que se podrían hacer para mejorar el buen gobierno corporativo. Eso se va revisando periódicamente para incluirle mejoras y adecuarse más a la situación de los mercados.

Bajo el principio “cumpla o explique” los emisores no tienen la obligación de cumplir el código, sino que es algo que va más allá de las normas en el buen sentido, adicional a todo lo que puedan hacer para mejorar en su desempeño y la obligación que tiene la Superintendencia es que deben hacer una encuesta anual que debe contestar una lista de preguntas relacionadas con cómo están cumpliendo los principios de buen gobierno corporativo y esa encuesta debe ser enviada a la Superintendencia para que la ponga en la página.

En otros ámbitos, hay otras normas que también tienen obligatoriamente el cumplimiento de buen gobierno corporativo como son la Ley de Intervención ¹²³ Económica, de finales de los años noventa y la Ley Financiera que lo involucran si usted quiere entrar en procesos concordatarios o de quiebra o participar en el mercado o (Ley de Intervención Económica).

Y en lo privado se sigue trabajando el tema. La Ley 222, la Ley Comercial del año 1995 tiene principios de buen gobierno corporativo también involucrados. Experiencia desde lo privado tenemos el libro para “PYMES” de buen gobierno corporativo que es un manual con menos amplitud que el Código País, para “PYMES” que tiene la Cámara de Comercio.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno

corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestos por una agencia o regulador estatal?

Me remito a las respuestas que ya le había dado, lo que habría que verificar es cuáles son los requerimientos en la Ley Comercial para todas las compañías, en la Ley Financiera para las entidades financieras.

En el caso de los emisores de valores el cumplimiento de la encuesta anual que se hace con base en el cumplimiento del Código País.

Está la Ley 550 que ya le mencioné que es la Ley de Intervención Económica que fue reemplazada por la Ley 1116 de 2006.

Está el Código de Comercio con la Ley 222, la reforma del año 1995 para todas las sociedades y en el caso de las financieras como ya le mencioné. Pero básicamente se parte de la base de que no hay un cumplimiento obligatorio, excepto en el caso del incumplimiento de estas normas específicas que le mencioné.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

Ahí me remito a las respuestas anteriores.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

Yo pienso que sí, ahí lo que se mira teóricamente es el problema principal-agente, el desbalance de intereses del principal y del agente, los accionistas y el administrador, entre los accionistas.

Han salido propuestas creativas respecto del manejo de empresas personales que son típicas de América Latina, de empresas de familia, en donde no es tan clara la diferencia entre qué es la empresa y cuál es la relación con el entorno familiar.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

Le doy respuesta respecto de los acuerdos de accionistas que están previstos en la Ley 964 de 2005 que es la de Mercado de Valores, en la que se especifica solo los que tienen que ver con los emisores de valores.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Respecto a la oferta pública, de las “OPA’s”, la norma en Colombia es muy general, simplemente dice que cuando un emisor o alguien que tenga títulos a cotización, sea la empresa que va a adquirir o la adquirida, que tenga títulos inscritos en bolsa debe hacer una solicitud de oferta pública de adquisición previo el concepto favorable o condicionado, cumpliendo la condición de ¹³⁸ la Superintendencia de Industria y Comercio, que es la ^{autoridad} antimonopolio en Colombia.

Lo que dice la norma es: “una vez obtenido ese concepto previo favorable o el cumplimiento de la condición que le haya puesto la SIC, ²¹ la Superintendencia de Industria y Comercio, usted debe ir a ²¹ la Superintendencia Financiera de Colombia y solicitar autorización para realizar una oferta pública de adquisición siempre y cuando vaya a ²³ adquirir más del veinticinco por ciento de las acciones con derecho a voto en cabeza del mismo beneficiario real o teniendo ese veinticinco por ciento quiera aumentar su participación en un cinco por ciento, la norma es muy general.

¿Qué precio de control se negocia? No hay una norma que diga, como en otras jurisdicciones en donde si hay el establecimiento de un precio mínimo para los accionistas minoritarios. Entiendo que en el caso de Brasil es por lo menos el ochenta por ciento del precio mayor del control, pero no hay una norma que diga cuál debe ser ese precio.

La única norma que existe es una que dice que usted debe tener un avalúo del precio de las acciones por parte de un evaluador independiente que esté inscrito en la Superintendencia. Ahí lo que se entiende es: “no hay una norma específica que diga que debe haber un tratamiento especial o diferente para los minoritarios, ni hay ninguna referencia en las normas del mercado que haga relación con un requisito o con la posibilidad de que algún pacto de accionistas pueda entrar en la negociación del control, no hay ninguna norma a ese respecto.

En la práctica y sobre todo en las últimas operaciones de OPA en Colombia se ha encontrado es que en el proceso de negociación del control que se hace entre los accionistas de una y otra compañía que tienen el control, pero termina ese precio siendo el mismo que le pagan a los minoritarios, es decir, no hay una actividad especial de los minoritarios negociando ese precio, pero al final si es el precio que se les da.

Antes de eso hace muchos años, existen casos en que los minoritarios demandaron porque no les dieron un precio que ellos consideraran aceptable, pero fueron demandas individuales, no hay una reunión de accionistas que fuera en bloque a negociar, ni está previsto nada de esto en la norma.

La Doctora Blanco explica que desde el punto de vista impositivo, la obligatoriedad de cumplir con buen gobierno corporativo en Colombia se implantó con una norma de la Superintendencia de Valores en la que se le exigía a los fondos de pensiones que, en la selección de las acciones que quisieran comprar verificaran obligatoriamente que los emisores contaran con normas de BGC, lo cual desencadenó en la necesaria aplicación de este instrumento por parte de compañías que quisieran ofertar su valores a los fondos de pensiones en el mercado bursátil.

La implementación de esta regla por parte de la mencionada entidad de regulación colombiana es importante en la medida que muestra una forma novedosa de requerir

cumplimiento de buen gobierno corporativo ya que no es al emisor, sino al comprador de los valores que se le condiciona verificar el cumplimiento de BGC. En este mismo sentido, de acuerdo con lo mencionado en el capítulo anterior, en este caso, el BGC no tiene alcance de *hard law* o *soft law* para los emisores ya que ni si quiera está direccionada a ellos.

En su lugar, si tiene alcance imperativo, pero para los inversores. Este acercamiento al alcance del buen gobierno corporativo resulta novedoso ya que se puede decir que no es impuesto a los emisores, y son éstos los que ⁸⁷deberán tener en cuenta las reglas de juego que han de seguir con la finalidad ofertar y negociar sus valores en bolsa, que para el caso concreto eran: implementan normas de BGC y ofertan sus valores a los fondos de pensiones o no implementan esas normas y no acceden al financiamiento derivado de su transacción bursátil con los fondos de pensiones.

De este modo, en un primer momento, las normas de buen gobierno corporativo no tenían alcance imperativo para las compañías que cotizaban en bolsa, sin embargo, el Estado se aseguró que el mercado bursátil ejerciera una especie de control sobre los emisores. Esto permite entender que las sociedades mercantiles que cotizan en bolsa tenían la facultad de aceptar o no la aplicación de normas de BGC en su estructura interna por lo que no dicha norma no era imperativa para los emisores, sino facultativa, y por ello se puede entender que tenía el alcance de recomendaciones.

Por otro lado, la Doctora Blanco reflexiona sobre el papel de los pactos parasociales en la dinámica del mercado bursátil y menciona que éstos son un elemento natural del mercado y además guardan estricta relación con el buen gobierno corporativo en la medida que les permiten a los accionistas minoritarios hacer efectivos sus derechos políticos en el evento de una OPA.

Asimismo, menciona que la evolución del buen gobierno corporativo permite su integración con los pactos parasociales ya que en la Ley de Mercado de Valores de Colombia existe una sección completa dedicada a establecer mecanismos de protección de los inversionistas, y además, dentro de la misma se reconoce la posibilidad de suscribir acuerdos entre accionistas con la finalidad de que exijan el cumplimiento efectivo de sus derechos en la sociedad mercantil.

En este sentido, el buen gobierno corporativo cuya aplicación en un principio se podía entender como facultativa, luego adquiriría la característica de impositiva al encontrarse prevista en diferentes normas de cumplimiento obligatorio por parte de las compañías emisoras en la medida que las normas de BGC se recogen en la Ley de Mercado de Valores de Colombia, en la que además se impregna un buen gobierno corporativo orientado a proteger los intereses de accionistas minoritarios e inversionistas (*stakeholders*) y se prevén pactos parasociales dirigidos a minimizar los problemas de agencia entre accionistas ya que se proponen como medios de protección de accionistas minoritarios, para que estos puedan hacer efectivos sus derechos políticos dentro de la sociedad.

Consecuentemente, en un primer momento el marco normativo del buen gobierno corporativo y los pactos parasociales en Colombia permite minimizar los problemas de agencia al interior de las sociedades cotizadas, busca conciliar los intereses de los actores del fenómeno bursátil (entiéndase como parte de estos a los accionistas mayoritarios y minoritarios, los administradores de las sociedades y *stakeholders* como el Estado e inversionistas), por lo que es un marco normativo que permite la potenciación de las compañías que participen en el mercado bursátil sin dejar a un lado el control que puede ser ejercido por el Estado (con el establecimiento de normativa de obligatorio

cumplimiento) y por el mercado (con la formulación de los requisitos por parte de la Superintendencia de Valores).

La Doctora Blanco explica que la obligatoriedad de cumplir con buen gobierno corporativo se entiende únicamente para los casos especiales previstos por el ordenamiento jurídico, de modo que la regla general está constituida por la facultad de cumplir con la implementación de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades mercantiles.

De igual manera menciona que en la actualidad el esfuerzo de varios entes públicos y privados como gremios, cámaras de comercio, y la Superintendencia Financiera resultó en la expedición del “Código País”.

Este código trae elementos anteriores de la Resolución 275, elementos de la Ley Sarbanes-Oxley y el principio “cumpla o explique” previsto en la Ley de Transparencia de España. En Colombia el principio “cumpla o explique” se manifiesta de manera que si las compañías no pueden cumplir o no cumplen con el buen gobierno corporativo deberán explicar por qué proceden de dichas maneras. De este modo, el mercado bursátil es el que disciplinará al emisor que no cumpla con principios de buen gobierno corporativo.

El Código País recoge normas de obligatorio cumplimiento y recomendaciones adicionales que las compañías pueden decidir cumplir o no. De este modo, el BGC se constituye con una naturaleza híbrida en la medida que están presentes el principio de autorregulación y la imperatividad de las normas en instrumentos regulatorios como la Ley de Mercado de Valores y el Código País, lo que hace que el cumplimiento de buen gobierno corporativo se acople dinámicamente a las exigencias específicas del mercado de valores y las relaciones específicas en las que se busque implementar.

De este modo, el control que el mercado bursátil ejerce sobre las sociedades emisoras permite que las normas de buen gobierno corporativo sean acogidas en

proporción a la discreción de las compañías lo que se traduce en un sistema de aplicación flexible de buen gobierno corporativo en el cual, las compañías han de acoger el buen gobierno corporativo, conforme a los intereses que represente y las decisiones que tome en función a maximizar su valor en el mercado, sin perjuicio que han de aplicarlo de manera imperativa cuando la ley así lo prevea.

Asimismo, a manera general, el cumplimiento obligatorio de buen gobierno corporativo se encuentra establecido en la Ley de Intervención Económica que fue reemplazada por la Ley 1116 de 2006 y el Código de Comercio (Ley 222 de 1995), sin embargo, la Doctora Blanco hace hincapié en que no existe obligatorio cumplimiento de BGC, sino únicamente en los casos previstos por las leyes anteriormente mencionadas.

La reflexión de la Doctora Blanco respecto a la efectividad del buen gobierno corporativo como herramienta para solucionar problemas de agencia se reafirma con la explicación realizada en párrafos anteriores en los que se explica que, en Colombia, el BGC, y de igual manera, los pactos parasociales están previstos en la normativa como instrumentos que permiten congeniar los intereses de los actores del mercado bursátil y minimizar los problemas de agencia dentro de las sociedades mercantiles cotizadas y esto permite en última instancia que el valor de los accionistas se maximice junto con el valor de los valores cotizados y el valor de la compañía misma, es decir, todo ello culmina en el potenciamiento de las sociedades mercantiles y su giro de negocio, lo que le da una ventaja competitiva frente al resto.

Así como el buen gobierno corporativo goza de un marco legal, la Doctora menciona que los pactos parasociales están reconocidos en la Ley 964 de 2005, de manera que en Colombia existe un marco legal establecido para los pactos parasociales y esto permite que sus usuarios, es decir, los accionistas y administradores de las sociedades mercantiles conozcan con exactitud los requisitos subjetivos, objetivos, requisitos de

publicidad y efectos jurídicos que los convenios extraestatutarios tienen en el ámbito societario y ello brinda una seguridad jurídica necesaria para una efectiva aplicación de este instrumento jurídico.

Finalmente, respecto a la aplicación efectiva de los pactos parasociales y buen gobierno corporativo en la toma de decisiones para ¹¹ realizar una oferta pública de adquisición de acciones, la Doctora Blanco manifiesta que no existe una norma específica que establezca un requisito de suscripción de un pacto parasocial para negociar acciones establecido explícitamente.

Sin embargo, la normativa prescribe que, en el caso de suscitarse la concentración del 25 o 30 por ciento de las acciones totales de una compañía en un mismo beneficiario debe existir un concepto previo favorable o el cumplimiento de una condición ⁹⁵ impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio, y aun considerando este último escenario, en la práctica los accionistas minoritarios han recibido el mismo precio negociado en estas transacciones bursátiles de control, por lo que, se podría entender que de manera previa a dicha operación bursátil existe la suscripción de pactos parasociales que controlen la adquisición equitativa del valor de las acciones vendidas, lo cual demuestra que la aplicación de los pactos parasociales –que emanan de buen gobierno corporativo previsto en normativa, sea esta obligatoria o no- es efectiva al momento de realizar una OPA, es decir, al momento de cotizar sus valores en bolsa. En cuyo caso, de acuerdo con lo obtenido de la entrevista con la Doctora, -los convenios- deberán respetar los intereses de los accionistas, administradores e inversionistas para maximizar el valor de la compañía y con ello el de las acciones ofertadas y así obtener el financiamiento que les permita potenciar el giro de negocio de las sociedades mercantiles.

5.3.Ecuador

El Doctor Jorge Núñez Grijalva es profesor de la Facultad de Jurisprudencia de la Sede Ambato ¹⁰⁹ de la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, es magíster en Gestión Estratégica Empresarial y en Economía y Derecho del Consumo. Tiene un doctorado en Derecho (PhD) por la Pontificia Universidad Católica Argentina y es asesor empresarial desde 1998, por lo que su criterio, manifiesto en la presente entrevista permitirá establecer la realidad del ámbito societario de las C.A.F.C. y de la aplicación de buen gobierno corporativo y pactos parasociales.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Hay que partir de un principio. Una sociedad mercantil, en este caso, la compañía anónima, es un acuerdo de voluntades, es un acuerdo pluripersonal en el que todos los participantes están reunidos bajo una misma idea de negocio, en donde prima lo que se conoce como *afectio societatis*, es decir, el afecto y el respeto entre los socios para hacer negocio juntos, ganar dinero juntos o incluso perder y cubrir las pérdidas juntos.

Entonces partiendo de esa perspectiva del Derecho Societario, es importante el hecho que entre los socios se nace con un acuerdo el momento de fundar una compañía y ese acuerdo debe mantenerse, ese buen gobierno corporativo, ese buen diálogo entre los inversionistas y a su vez entre los administradores de esa sociedad mercantil, pueden o no ser las mismas personas, es importante para asegurar el éxito de la compañía anónima.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

A nivel de directrices de acción de obligatorio cumplimiento, no existe. Lo que sí existe es un trabajo que hace la propia Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de sensibilizar a los empresarios, administradores y a los socios sobre la importancia del buen gobierno corporativo.

Hace muchos años viene haciendo este trabajo profesional de la Superintendencia, pero es un trabajo a nivel de recomendaciones, su gerencias extrajurídicas encaminadas a la lógica y al sentido común de la importancia de un **90** buen gobierno corporativo en toda la extensión de la palabra, en **información**, manejo financiero, en decisiones, entre otros.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que

respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

Las prácticas más comunes son aquellas que abarcan diversas situaciones. La primera situación es la gestión de la empresa, todo lo que tiene que ver con la administración de la compañía. Esas prácticas, en cuestión de administración tienen que ser profesionales.

Un buen gobierno corporativo es profesional, no improvisado, no empírico, es una administración que no da paso al gusto personal de administradores o socios, sino que ve por las mejores decisiones a tomarse en una empresa, en que no se pierda de vista que el principal objetivo es ganar dinero, pero además se tiene que cumplir con todo el marco legal y con todas las exigencias que las normas jurídicas imponen a un órgano societario.

Dentro de la gestión está talento humano, tema financiero, comunicación, relaciones públicas, el tema tributario, laboral. Hay diversos ámbitos de cumplimiento en la gestión, todas son parte de un buen gobierno corporativo.

Una empresa bien manejada es una empresa sana y que funciona sin problemas y, cuando eso pasa existe paz y armonía entre los miembros de la sociedad. Cuando una empresa entra en problemas financieros y los socios se dan cuenta que en vez de ganar dinero van a perder y van a tener que cubrir esas pérdidas, se rompe la paz, se rompe la armonía y el gobierno corporativo se pierde.

La segunda situación es la buena relación entre los diversos estamentos internos de la empresa. Hay la junta general de accionistas, hay un directorio, hay los administradores, los trabajadores, casa adentro; y casa afuera, proveedores, clientes. Entonces parte de un buen gobierno corporativo debe haber un buen relacionamiento con todas las personas naturales y jurídicas que rodean el entorno de la sociedad mercantil.

Esos son básicamente los dos grandes ámbitos del buen gobierno corporativo. En el primero está la gestión y la parte legal; y en el segundo las personas. En el primero está la parte de administración y resultados, en el segundo la proyección y el crecimiento.

En este sentido, en resumen, estas dos grandes esferas que se combinan, que se coordinan y se complementan, son campos, todos ellos, para un adecuado gobierno corporativo.

Las prácticas de buen gobierno corporativo deberían tener carácter imperativo, porque no olvidemos que las prácticas de buen gobierno corporativo incluyen a todos los grupos de personas relacionados con la organización.

Por ejemplo, los accionistas y la junta general de accionistas como órgano de máximo nivel, el directorio, los grupos de amigos, familiares al interior de la empresa; la arquitectura administrativa, financiera y también la arquitectura de mecanismos de control que existen dentro de la institución; el esquema jurídico en sus diversos ámbitos existente dentro de la institución, entre otros, por ejemplo, las medidas para prevenir corrupción, lavado de activos. Se sabe que puede ser utilizada una sociedad mercantil como una pantalla para encubrir negocios ilegales.

Todo esto es imperativo, la ley no nos dice “si usted quiere cumpla o no”, es obligatorio, es mandatorio y las prácticas de buen gobierno corporativo, al evitar, al prevenir este tipo de actos ilícitos, van de la mano de la norma penal sancionatoria. Cuando ya la compañía y sus miembros han incurrido en este delito, entonces el tema preventivo y el tema sancionatorio posterior van de la mano, ambas son imperativos.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros sugiere, recomienda. Hay recomendaciones, incluso de manera escrita, que siempre se ponen en informes.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

No, ya que no puede sancionarse algo que no está tipificado en la ley como una obligación. Técnicamente es sugerible que se mantenga gobierno corporativo, es sugerible que se hagan cierto tipo de gestiones de prevención como *Compliance*, normativas internas, procedimientos. Son sugeribles la mayor parte de ellos, no todos porque algunos, como la prevención de lavado de activos, son obligatorios. Con estas excepciones del ámbito penal, el resto de las prácticas son sugeribles. No puede ser sancionado algo que no es obligatorio.

Hay una especie de control, pero no es mandatorio en el estricto sentido de la palabra. Es decir, si en una sugerencia, como parte del buen gobierno corporativo, de gestionar un adecuado diálogo entre todos los inversionistas de una compañía anónima, que haya armonía entre todos; si ahí persisten las diferencias personales, los pleitos personales, entre otros. En tal sentido, la sugerencia es seguir propiciando el diálogo, fomentar la armonía, pero no pueden sancionar por incumplimiento.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

Puede ser una herramienta, quizás no la única, pero el gobierno corporativo si es una buena herramienta para permitir esta necesaria separación entre los inversionistas, accionistas y los administradores.

En las sociedades mercantiles, en las compañías anónimas que en la categorización del Ministerio de Industrias de Ecuador podrían estar consideradas como empresas medianas y grandes, claro que ayudaría el buen gobierno corporativo.

Por ejemplo, Corporación La Favorita, la compañía más grande del Ecuador, la segunda en tamaño después de Petroecuador y la primera en tamaño en el ámbito privado, tiene trece mil accionistas. Entonces aquí ayudaría en parte estas herramientas.

Sobre todo, es más notorio esta ayuda, en estas compañías grandes en que los administradores son profesionales, son gente técnica de primer nivel que administra el capital de mucha gente que les ha dado esa potestad de ejercer a nombre suyo la administración de estos recursos.

En la misma categoría del Ministerio de Industrias, y según estadísticas e información dada por el Observatorio de la “PYME” de la Universidad Andina Simón Bolívar (Observatorio ⁹¹ de la Pequeña y Mediana Empresa de la Universidad Andina Simón Bolívar) se tiene que el 92% de todas las empresas del Ecuador son de tamaño micro, es decir, aquellas que tienen entre 1 a 9 empleados y que tienen una facturación anual que no llega a los cien mil dólares anuales.

Entonces, en una empresa donde hay hasta nueve personas trabajando y que posiblemente todos ellos son parte de la misma familia, ahí es casi imposible la separación entre el capital y los administradores porque son los mismos. Entonces ahí es que estas normas de separación no son si quiera útiles porque es el mismo núcleo familiar.

Por eso, depende del tamaño de empresa. En las grandes, es más útil; en las pequeñas es menos útil.

El buen gobierno corporativo viene a ayudar a toda empresa, desde el pequeño negocio familiar hasta la mega corporación como La Favorita o Corporación Noboa.

Ahora, si es más útil en aquellas compañías grandes que precisamente por su tamaño se les hace más difícil organizar a tanta gente, poner de acuerdo las voluntades de tanta gente y también al manejar grandes capitales son más susceptibles a blanqueo de dinero. Aquí el buen gobierno corporativo es más útil, más notorio.

Pero en las pequeñas también ayuda. En una experiencia personal, cerca del noventa por ciento de nuestros clientes son negocios familiares, son micro o pequeños negocios familiares en que estos problemas de desacuerdo entre los socios, de disputa, de

administración empírica, no profesional también se dan. Entonces ahí las normas de buen gobierno corporativo vienen a ayudar a que la empresa pequeña funcione bien. Cuando funciona bien, cuando está sólidamente organizada casa adentro, es más fácil que una compañía pequeña bien organizada pueda empezar a incursionar en nuevos campos, como, por ejemplo, entre otros, el mercado bursátil.

Pudiendo financiarse del mercado bursátil, no lo hace porque desconoce y además está desorganizada casa adentro, entonces ahí el gobierno corporativo, tal vez no de manera directa, pero sí de manera indirecta va a ayudar a que esta empresa pequeña pueda manejarse mejor e incursionar en nuevos ámbitos que ni los ha pensado.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

Son acuerdos y el primer acuerdo que existe entre accionistas es el contrato de sociedad, es decir, el momento en que los accionistas o socios concurren ante un notario público y dicen querer constituir una compañía anónima como manifestación del acuerdo al que todos han llegado. Entonces ese es el primer acuerdo, el acuerdo fundacional.

Hay otro tipo de acuerdos legales también, que no son acuerdos externos, parasocietarios, sino que son internos, societarios cuando, por ejemplo, la junta general de socios o accionistas, en el caso de la compañía anónima, los accionistas, se reúnen en junta y definen el destino de las utilidades, la ley pide que toda compañía defina el destino de utilidades en el primer trimestre de cada año una vez que tenga ya sus estados de situación, estados de resultados; entonces la decisión sobre cómo repartirse las utilidades es otro acuerdo y está contando en un acta de junta general o universal de accionistas.

Otro acuerdo es cuando se toman decisiones para remoción o nombramiento de administradores, decisiones de invertir en otro tipo de negocios, todos esos son acuerdos.

Por último, cuando los accionistas miran que la función de la compañía ya se cumplió o que no se están cumpliendo o que no hay *afectio societatis* entre ellos, también tienen el acuerdo de entrar en un proceso de disolución, liquidación y cancelación voluntaria y anticipada, este es otro acuerdo que se da por acta de junta general de accionistas.

Todo lo anterior son acuerdos societarios autorizados por la ley. Todos aquellos acuerdos que no están autorizados por la ley, que están fuera del marco jurídico en el cual se regula y opera una sociedad mercantil, son pactos para-sociales, son acuerdos que no deberían obligar a terceros y tampoco tendrían capacidad jurídica de ejecución dentro de la compañía porque se estaría hablando de actos que podrían incluso ser vistos como colusorios y recordemos, la colusión es aquel acuerdo ⁷⁸ entre dos o más personas naturales o jurídicas para beneficiarse ellos y perjudicar a terceros.

Entonces podría ser visto incluso como colusorio, por ejemplo, un acuerdo parasocial en el que uno o dos accionistas intenten perjudicar al resto.

Todos los pactos que mencioné son reconocidos por la legislación, todos los que tengan que ver con la gestión, administración y operación de la sociedad mercantil. Dentro de la operación de la sociedad mercantil hay temas societarios, habrá acuerdos entre accionistas para ciertas decisiones societarias, habrá acuerdos también en temas de la administración propiamente, en los cuales hayan sido consultados (los accionistas), porque si no han sido consultados podría denotarse como una injerencia indebida en la administración. Entonces si el administrador ⁶⁸ necesita la aprobación de la junta general de accionistas, eso es un acuerdo también, que ayuda y vincula a los accionistas con la administración. Todo eso está reconocido por la ley y es totalmente lícito.

Ahora, no hay acuerdos parasociales reconocidos por la legislación, ninguno está reconocido en la legislación.

Por ejemplo, “pongámonos de acuerdo entre todos para no pagar impuestos”. Eso es ilícito, es un acuerdo parasocial, no puede ser reconocido por la legislación, ni societaria, ni tributaria, penal incluso.

Los pactos entre accionistas que son legales están reconocidos ³⁴ en la Ley de Compañías y en toda la normativa secundaria, toda la reglamentación emitida por la Superintendencia de Compañías.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Es algo necesario y natural, es muy útil y frecuente el que, por ejemplo, ante una junta general de accionistas, el orden del día dice “explicación por parte de los administradores de la compañía de los beneficios de ingresar al mercado bursátil, y punto dos, análisis de toda la junta sobre la posibilidad de que la compañía ingrese al mercado bursátil”.

Entonces en primer lugar los administradores harán la explicación técnica de la mecánica de ingreso al mercado bursátil, sus costos, riesgos y; en segundo, en el análisis ya viene un debate y; tercero, como punto final de la junta, la autorización para que la compañía ingrese al mercado bursátil.

El primer paso que es las explicaciones y el análisis son necesarias para crear el ambiente de conocimiento e informarse adecuadamente. Todo esto para un paso siguiente que es el acuerdo que es cuando los socios votan y dicen “sí estoy de acuerdo en que se ingrese” o “estamos en desacuerdo” o “por mayoría estamos de acuerdo”.

Ese acuerdo, ese pacto se dio dentro de un esquema de buen gobierno corporativo porque hubo diálogo, hubo manejo técnico administrativo, hubo armonía. Entonces ese acuerdo se dio dentro de este contexto de buen gobierno corporativo. Y si al final la

compañía decidió ingresar, los administradores están empoderados, tienen la autorización de toda o la mayor parte de la Junta para participar en el mercado bursátil.

Si la decisión fue negativa y la mayoría dijo “no”, en este ejemplo, ese acuerdo también se dio dentro de un esquema de buen gobierno corporativo.

Todo esto, en positivo o negativo, ayuda, beneficia, motiva a que una compañía haga bien las cosas en términos generales, en el mercado bursátil como resultado de un buen gobierno corporativo utilizando esta técnica de un acuerdo entre socios, previamente. Todo va de la mano, todo es parte de un engranaje.

De acuerdo con las palabras del Dr. Grijalva, el primer acuerdo entre accionistas es aquel que da origen a una sociedad mercantil y, además considera al gobierno corporativo como aquel elemento que debe rodear desde un principio a la estructura de dicha persona jurídica y que se manifiesta a través del *afectio societatis* y un buen diálogo entre el órgano de posesión y administración.

Al tener en cuenta esta postura se entiende, en un principio, que tanto el convenio entre accionistas y el buen gobierno corporativo son parte de la sociedad anónima desde que nace a la vida jurídica, por lo tanto, al ser reconocidos como elementos que componen a este ente jurídico, es importante que su uso e interacción ocurra de manera organizada y adecuada para que conjuntamente funcionen a favor de la maximización del valor de la compañía y le permita ingresar al mercado bursátil, lo cual también le permitirá potenciar su giro de negocio.

Como se ha manifestado a lo largo de la presente investigación, las prácticas de buen gobierno corporativo no han formado parte de la normativa societaria impositiva, por cuanto, en las palabras del Doctor Grijalva, la labor de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se ha enfocado en sensibilizar o comunicar de su existencia y su importancia.

Sin embargo, no es sino hasta el 01 de septiembre del 2020 que, debido a la Resolución emitida por el mencionado ente de control se ha introducido estas prácticas de una manera más evidente en la dinámica societaria, pero aún quedan muchas acciones a realizar para que la aplicación de estas recomendaciones y sugerencias extrajurídicas sea efectiva, generalizada y real dentro de las C.A.F.C.

A pesar de que, en el Ecuador, las prácticas de buen gobierno corporativo no se encuentren recogidas en un cuerpo normativo, el Doctor Grijalva menciona que las compañías sí las aplican, especialmente dentro de dos situaciones:

1. La gestión de la compañía y,
2. La buena relación entre los estamentos de la compañía, es decir, sus diferentes órganos.

El criterio del Doctor Grijalva establece una realidad que es importante recalcar puesto que el propósito de esta investigación es buscar un mecanismo mediante el cual el buen gobierno corporativo sea aplicado por las C.A.F.C. para beneficiar su actividad económica y tener acceso a un mecanismo de financiación que les permita crecer.

En este sentido, el reconocer que las compañías tienen o cumplen ya con prácticas de gobierno corporativo es importante puesto que eso permitiría a las autoridades de control –como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros- e incluso a los mismos privados, es decir, accionistas y administradores, establecer una base sobre la cual deberían reforzar o mejorar las prácticas de buen gobierno corporativo que ya apliquen, una vez hayan sido identificadas.

Es importante recalcar, de igual manera, que el reconocimiento del buen gobierno corporativo como instrumento coadyuvante en la gestión de una compañía –el cual ya ha sido mencionado anteriormente- es reconocido también por el Doctor Grijalva ya que manifiesta su importancia en el establecimiento de buenas relaciones entre el órgano de

posesión y el de administración de una compañía, es decir, el importante papel que juega el buen gobierno corporativo en la reducción de los problemas de agencia que ocurren al separarse estos dos órganos en individuos distintos dentro de una C.A.F.C. como producto de su ingreso al mercado bursátil.

La postura del Doctor Grijalva acerca de la imperatividad de las prácticas de buen gobierno corporativo resulta interesante puesto que propone que sí lo sean.

El criterio del Doctor Grijalva respecto al alcance del buen gobierno corporativo coincide con aquel que se asemeja al *hard law* mencionado en el capítulo anterior, es decir, considera que debería constituirse mediante ley para que tenga fuerza coercitiva y su cumplimiento sea obligatorio. Sin embargo, formula o propone esto en la medida que considera que el gobierno corporativo, al tener un amplio espectro de aplicación, se encuentra ya en normativa y habría que reforzar dicha situación.

No obstante, al tener en cuenta las definiciones de buen gobierno corporativo expuestas en el capítulo anterior, es importante reconocer que este instrumento, implementado con un alcance de *soft law*, es decir, que no es imperativo, permite ponderar a las compañías cuánto pueden facilitar o promover su adecuada administración frente al ingreso al mercado bursátil.

En este sentido, por ejemplo, cuando las C.A.F.C. aplican buen gobierno corporativo, éstas pueden ponderar y decidir –incluso mediante un pacto parasocial–, acerca de la cantidad y valor de las acciones que han de comercializar en el mercado bursátil sin comprometer su administración al llegar a un acuerdo mutuo entre todos sus miembros, por lo que –siguiendo el ejemplo propuesto–, sin la aplicación de buen gobierno corporativo, el ingreso al mercado bursátil puede ocurrir sin acuerdo previo, en cuyo caso, las decisiones o pasos que se han de dar en dicho sentido pueden generar conflicto de ¹⁰⁸ intereses entre los miembros de la sociedad que va a cotizar, lo que puede provocar que

su ingreso al mercado bursátil no genere los resultados esperados y desencadene en una operación fallida, lo cual no cumple con la propuesta de la investigación (Grijalva, 2021).

Por este motivo, el alcance no imperativo del buen gobierno corporativo permitirá a las C.A.F.C. establecer aquellas prácticas que se acoplen a su situación y que les permita ingresar al mercado bursátil de manera ordenada y sólida, lo cual les permita obtener los recursos para maximizar su valor.

Si bien se ha recalcado que en el contexto nacional el buen gobierno corporativo no es imperativo y su aplicación voluntaria por parte de las compañías no es una práctica común, como lo ha mencionado anteriormente el Doctor Grijalva (2021), la Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros puede cambiar significativamente esta situación.

De igual manera, Grijalva (2021) explica que la Resolución puede otorgar un nivel de obligatoriedad al cumplimiento de prácticas de buen gobierno corporativo y que asimismo, otorgue facultades de supervisión y control de cumplimiento a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, sin embargo, es importante recordar que la misma Resolución especifica que las normas de buen gobierno corporativo contenidas en ella son de cumplimiento voluntario y solo para los casos en que la Autoridad de control considere, serán de cumplimiento obligatorio.

Por este motivo, teniendo en cuenta que la Resolución establece ya ciertas normas de buen gobierno corporativo cuyo alcance es facultativo, se recomienda a las C.A.F.C. que –dadas las ventajas de su aplicación, expuestas en el capítulo anterior- las apliquen de manera voluntaria, de modo que su ingreso al mercado bursátil sea organizado y dichas compañías cuenten ya con mecanismos de control de problemas de agencia y medidas que les permitan satisfacer los intereses de sus miembros sin poner en riesgo la maximización de su valor.

El Doctor Grijalva resalta la inexistencia de un mecanismo impositivo para la aplicación de buen gobierno corporativo en el contexto del Derecho Societario ecuatoriano, por cuanto no existen sanciones aplicables a aquellas compañías que no apliquen prácticas de buen gobierno corporativo.

Sin embargo, la inexistencia de un mecanismo de sanción no justifica el hecho de que las compañías –en general- no deban aplicar las medidas puesto que, como se ha indicado en el capítulo anterior, el gobierno corporativo por sí solo contiene aspectos que entre otras cosas permitirán una gestión organizada de la persona jurídica y ello se traduce en la reducción o incluso eliminación de problemas de agencia, la maximización del valor del accionista, de la compañía y la posibilidad de integrar los intereses de los diferentes actores de una C.A.F.C. en dicha persona jurídica.

Por estos motivos, en el presente documento se ha promovido la integración voluntaria de buen gobierno corporativo en la estructura de las C.A.F.C. para que con su uso puedan alcanzar la potenciación en el mercado bursátil y que ello les permita maximizar su valor.

Consecuentemente, el criterio del Doctor Grijalva concuerda con la propuesta de la presente investigación y menciona que el gobierno corporativo es un instrumento útil para separar los órganos de administración y posesión de una compañía de manera ordenada.

El Doctor indica que la aplicación de buen gobierno corporativo enfocado en compañías pequeñas y medianas, que además tienen un alto componente familiar en sus órganos, es positiva y útil al momento de organizar la estructura de una compañía que quiera ingresar al mercado bursátil puesto que se presenta como una solución ante problemas entre accionistas y administradores, así como ayuda a crear una gestión profesional de la compañía lo cual le permitirá un ingreso ordenado al mercado bursátil.

Ahora, por otro lado, respecto a los pactos parasociales, el Doctor expone un criterio distante respecto al propuesto en el presente documento al mencionar que un pacto parasocial es aquel que ocurre por fuera del marco normativo societario y que por lo tanto debería ser considerado como ilegal. Sin embargo, a *contrario sensu* señala que aquellos convenios reconocidos por el marco normativo societario y, que por lo tanto son legales, los denomina pactos sociales.

Del mismo modo señala que estos convenios sociales son aquellos que ocurren dentro del ámbito de la sociedad mercantil como las decisiones adoptadas en juntas generales de accionistas, remoción o nombramiento de administradores y decisiones de tipo administrativo y financiero.

Si bien las decisiones adoptadas en juntas generales de accionistas y remociones o nombramientos son acuerdos que manifiestan la voluntad de los miembros de una sociedad mercantil, estos se limitan a las reglas establecidas en los estatutos y no alcanzan el amplio espectro que se les reconoce en otras jurisdicciones como la colombiana, española y argentina.

De este modo, es necesario que el alcance de los convenios parasociales en la realidad societaria ecuatoriana cambie y se amplíe puesto que la actividad de los miembros de los accionistas no debe ser limitada únicamente por los estatutos o escrituras de constitución de las C.A.F.C. ya que, en concordancia con la postura argentina, los pactos parasociales permiten regular situaciones que no están previstas por estos documentos estructurales de las personas jurídicas mercantiles.

Asimismo, es importante recalcar que, como se ha mencionado, los pactos parasociales deben tener límites claros para que no sean usados con fines ilegales o fraudulentos y parte de ellos es la determinación de su alcance legal, es decir, la

obligatoriedad que estos generan a quienes lo suscriben, la forma en que pueden materializarse, y las reglas que han de seguirse para configurarlo.

Finalmente, el criterio del Doctor acerca de la integración de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo como instrumentos decisivos en el ingreso de las C.A.F.C. al mercado bursátil presenta una practicidad acertada puesto que la disposición de ingresar a dicho tipo de financiamiento tiene que ocurrir bajo un esquema organizado en el cual cada órgano tenga claro su función dentro de la sociedad mercantil y cuya decisión esté fundamentada en conocimientos técnicos informados por el órgano administrativo.

De acuerdo con el criterio del Doctor Grijalva (2021), el esquema propuesto debe tener origen en el buen gobierno corporativo, mientras que la decisión de los accionistas se ha de plasmar en un pacto parasocial.

Por este motivo, se debe entender que, para el caso propuesto, el convenio entre accionistas se integra al buen gobierno corporativo y permite a las C.A.F.C. minimizar los problemas de agencia que deberán enfrentar al ingresar al mercado bursátil, de modo que ello les permita maximizar su valor y potenciar su giro de negocio o, lo que es lo mismo, su actividad económica.

5.4. España

El Doctor Jesús Alfaro Águila-Real es profesor titular en la facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid. Forma parte del Departamento de Derecho Privado, Social y Económico y es Doctor en Derecho (PhD) por la Universidad Autónoma de Madrid, por lo que su aporte describe la realidad societaria española de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo desde una perspectiva teórico-práctica.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Los pactos entre socios no aumentan la eficiencia de la empresa a la que se dedica la compañía. Es decir, un fabricante de gaseosa no es mejor fabricante de gaseosa porque tenga un pacto de socios en comparación con otro fabricante de gaseosas que no tenga pacto de socios.

La utilidad de los pactos de socios depende mucho de la flexibilidad del ² derecho de sociedades. Si el derecho de sociedades en un país es muy flexible, es dispositivo, es decir, que las partes pueden modificarlo fácilmente, no tiene muchas normas imperativas, etcétera; entonces no hay muchas ventajas en tener un pacto de accionistas porque los acuerdos a los que quieran llegar los socios los pueden incluir en los estatutos sociales y con eso conseguir las ventajas de que, al estar inscritos, son oponibles a los futuros socios y ellos han de contar que esos pactos se les aplicarán también a ellos cuando ingresen a la sociedad. Por tanto, depende de eso.

La utilidad de los pactos parasociales en las sociedades cuyos propietarios o accionistas son familiares es que pueden permitir una reducción de los conflictos entre socios al regular detalladamente cómo se va a gobernar la compañía familiar y prever, por ejemplo, cuánto se va a repartir anualmente de los beneficios en forma de dividendos, con lo que se garantiza a los miembros de la familia que no sean trabajadores o empleados de la compañía y por tanto no cobren un sueldo, unos ingresos mínimos con cargo a la compañía. O en el seno de familias también, cuando se crea una especie de mercado interno si alguno de los hijos o de los nietos quiere vender sus participaciones encontrar quién se las puede comprar, o para asegurar que las distintas ramas de la familia están representadas proporcionalmente en los órganos de gobierno de la compañía.

Por tanto, en el ámbito de la familia, hay muchas materias que pueden regularse contractualmente y evitar que provoquen conflictos que en el caso de las empresas familiares son muy destructivos en el sentido que pueden destruir mucho valor de la compañía simplemente porque cada uno de los miembros de ella enfrentado a los otros prefiere destrozarse la compañía antes de que se la quede el hermano, el primo o el pariente que sea.

Sí que tiene utilidad, pero yo la utilidad la veo, en el caso de las empresas familiares, sobre todo, para reducir y tratar los conflictos personales entre los miembros de la familia. Los pactos parasociales tienen esta función.

El buen gobierno es demasiado inespecífico. De nuevo con el ejemplo de los dos fabricantes de las gaseosas, si una de las compañías está bien gobernada y la otra mal gobernada, la bien gobernada vale más, ganará más dinero.

Eso es evidente porque ¿Qué significa buen gobierno? Buen gobierno quiere decir que los empleados están adecuadamente supervisados e incentivados para trabajar duro, que los trabajadores están adecuadamente seleccionados, es decir, que han sido elegidos por sus cualidades de honradez y capacidad, mérito y formación. Buen gobierno significa también que no se roba de la compañía, que ¹¹⁰ cumple con las normas legales y por tanto no se arriesga a que cualquier día la cierren porque se están cometiendo delitos en su seno. Buen gobierno significa también que la compañía cumple sus contratos con los proveedores, con los clientes y eso hace que los proveedores y los clientes la aprecien y por tanto estén dispuestos a pedir menos por ⁹⁹ sus productos en el caso de los proveedores y pagar más por sus productos en el caso de los clientes, con lo cual esa empresa es más rentable que una empresa que esté mal gobernada.

Por tanto, decir que una empresa bien gobernada es más rentable, más eficiente, más productiva que una empresa mal gobernada es casi una obviedad. Cuando usted habla

de gobierno corporativo suele hacerse referencia más específicamente a cómo está organizada la toma de decisiones y cómo se controla lo que hacen los administradores por parte de los socios que son los titulares residuales o los dueños de la compañía. Es decir, qué mecanismos pueden adoptarse para reducir lo que los economistas llaman costes de agencia, los costes de supervisar y controlar lo que hacen los gestores.

Cuando los gestores y los accionistas son las mismas personas, como ocurre en las sociedades cerradas, ahí los costes de agencia son más pequeñas y son los costes de vigilarse unos accionistas a otros, unos socios a otros. “Si mi primo se encarga del marketing y yo me encargo de la producción, él tendrá que vigilar que yo no esté llevándome los productos a casa, y yo tendré que vigilar que él no esté haciéndose pagar coimas por parte de los proveedores de la empresa o de los clientes de la empresa a cambio de obtener mejores precios.

Entonces si vemos como gobierno corporativo específicamente a cómo reducimos los costes de agencia, pues evidentemente, una compañía que tenga en vigor buenos mecanismos de gobierno corporativo valdrá más que una que no los tenga.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

Hay un código de buen gobierno que se aplica a las compañías que cotizan en bolsa, pero toda la legislación sobre gobierno corporativo forma parte de la ¹⁰⁷ Ley de Sociedades de Capital, que es la ley general para sociedades anónimas y limitadas.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

Las pautas son innumerables, pero yo diría que algunas prácticas que están absolutamente generalizadas en sociedades cotizadas incluyen la de separar al presidente del Consejo de Administración del *CEO*, del primer ejecutivo de la compañía, en España se llama Consejero Delegado.

Otras que están generalizadas son las de tener comisiones de auditoría, ¹⁵ Comisión de Nombramientos y Retribuciones dentro del Consejo de Administración, que son ya obligatorias de acuerdo con la ¹⁵ Ley de Sociedades de Capital, la obligación de que haya un número de Consejeros Independientes proporcional al *free float*, es decir, a las ¹⁰³ acciones que están en manos del público en general, que no están en manos de accionistas significativos; por supuesto, la de someter a auditoría externa las cuentas; la de elaborar un informe de gobierno corporativo todos los años, explicando cuáles son las prácticas de gobierno corporativo y si se cumple o no el código de buen gobierno al que me he referido antes, que debe entregarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que es la que lo publica y ellos también tienen que publicarlo en su página web como el resto de la información contable.

Respecto a las compañías anónimas cerradas las prácticas de buen gobierno corporativo no son de obligatorio cumplimiento y no deben serlo porque todo el gobierno corporativo tiene como objeto proteger a los accionistas dispersos, es decir, a los accionistas que no tienen participación en el gobierno de la compañía, en el Consejo de Administración y esos accionistas dispersos solo los hay en sociedades cotizadas, no lo hay en sociedades cerradas. En sociedades cerradas en raro que un accionista tenga menos del 5%, entonces con el cinco por ciento ya puede ejercer derechos para proteger sus intereses y por tanto no necesitan este tipo de normas.

Lo que debe hacer alguien cuando ingresa en una sociedad cerrada en la que va a ser accionista minoritario es exigir o lograr las protecciones necesarias para evitar ser

explotado por el accionista mayoritario y si no las consigue lo que debe hacer es no entrar en esa sociedad.

El gobierno corporativo no es impuesto a las sociedades no cotizadas anónimas cerradas por ninguna agencia o regulador estatal.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

El cumplimiento es generalizado en el caso de las sociedades cotizadas. En general en España, no hay normas de buen gobierno corporativo para las que no son cotizadas entonces no se puede decir que se incumplen o no.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

Si denominamos buen gobierno corporativo a los instrumentos para reducir los costes de la separación entre propiedad y control pues naturalmente, la respuesta es sí. Hay otras cosas que reducen los problemas de agencia, pero no son herramientas que se refieran al gobierno de la empresa. Por ejemplo, si hay mucha competencia en el mercado del producto, imagínate que en Ecuador hay una competencia feroz en el mercado de las gaseosas, de manera que hay cinco empresas que producen gaseosas y ellas están en una competencia fortísima. Eso hace que, si una de esas cinco está peor gobernada que las otras cuatro, sus costes serán un poco más altos que las otras cuatro y como hay tanta competencia y los beneficios de cada una son muy limitados porque los precios bajan, eso hace que rápidamente, esta primera empresa, cuyo gobierno es peor, cuyos costes de gobierno son más elevados porque hay algunos empleados suyos que roban, porque el administrador se lleva parte de los beneficios para su casa.

En ese caso, la competencia en el mercado de productos es el mejor instrumento de gobierno corporativo porque expulsa del mercado, hace quebrar a las empresas menos y menos competitivas también en cuanto a la forma en que están gobernadas.

Por ejemplo, en el mercado de capitales, las ofertas públicas, las *takeover* también son un mecanismo de gobierno corporativo, reducen los costes de agencia, porque si una de estas empresas de gaseosas está mal gestionada y cotiza en bolsa, yo que creo que la puedo gestionar mejor puedo hacer una oferta pública a todos los actuales accionistas y decirles que les compro sus acciones y echo al administrador actual, pongo a otro que lo haga mucho mejor y gano mucho dinero. Por tanto, la amenaza de una *hostile takeover* es suficiente para que el administrador se preocupe por hacer las cosas bien.

Por ejemplo, la deuda. Si una empresa está muy endeudada y tiene que pagar intereses por esa deuda, no puede permitirse cometer errores que le lleven a que sus ingresos bajen y no tenga suficiente liquidez para atender al pago de los intereses. Por lo tanto, estar endeudado es un mecanismo que disciplina también a los administradores. En sentido contrario, si una de estas empresas de gaseosas hace mucha caja y el administrador no tiene obligación, porque no tiene presión por parte de los accionistas para repartir lo que ingresa, en forma de dividendos, probablemente acabe malgastando ese dinero o llevándose lo a su casa. Por lo tanto, hay muchos mecanismos que reducen los costes de agencia y que mejoran el gobierno de la compañía, pero si metemos todos esos mecanismos en lo que se llama buen gobierno corporativo, entonces la respuesta es sí.

Ahora, si por buen gobierno corporativo nos referimos exclusivamente a las normas legales y de *soft law* que determinan cómo se ha de organizar el Consejo de Administración ⁴⁰ y las relaciones entre el Consejo de Administración y la Junta, entonces yo diría que no es el instrumento más importante. A mí juicio, el instrumento más importante para asegurar que las empresas están bien gobernadas es el mercado de

productos, que haya mucha competencia en los mercados en los que las empresas compiten.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

Normalmente el legislador no dice qué tipos de pactos de accionistas se admiten, eso es una labor que hacen los profesores de derecho cuando los estudian, pero en principio los pactos de accionistas suelen clasificarse en pactos de relación que son los que regulan las relaciones entre los socios, por ejemplo, establecen que, si un socio quiere vender, otro socio tenga derecho preferente a adquirir estas acciones sobre un tercero, y luego están otro tipo de socios que regulan la posición de cada uno de los socios en los órganos sociales, y otros atribuyen privilegios, derechos especiales, etcétera, el contenido es muy variado.

La legislación española no regula los pactos parasociales, solo dice que son válidos, que son legítimos y se considerarán como pactos contractuales como otros cualquiera, entonces están sometidos a los mismos límites que cualquier pacto contractual, salvo en las sociedades cotizadas en las que la legislación del mercado de valores obliga a que si hay pactos parasociales a través de los cuales se participa en el control de una sociedad cotizada, entonces esos pactos parasociales tiene que publicarse y se depositan ante la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) que los publica.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Lo sensato es que si varios accionistas quieren retener el control de la compañía cuando la sacan a bolsa, sus relaciones se articulen a través de un pacto parasocial que naturalmente tendrán que incluir en el folleto informativo que tienen que publicar cuando

se emiten las nuevas acciones para que los inversionistas que vayan a suscribir esas acciones sepan que esa sociedad está controlada, cómo está controlada, a través de qué pactos, etcétera.

De acuerdo con la reflexión del Dr. Alfaro, la efectividad de los pactos parasociales en una C.A.F.C. puede determinarse por el nivel de imperatividad que presente el sistema societario ecuatoriano. Sin embargo, como se ha revisado, el sistema societario nacional no regula aspectos como su naturaleza, efectos jurídicos y alcance de sus obligaciones. Consecuentemente, en el contexto de la problemática expuesta en la presente investigación los pactos parasociales son efectivos en la medida que resuelvan o minimicen las asimetrías informativas entre los órganos de propiedad y gestión de las C.A.F.C. y además integren los intereses de todos sus miembros y los de *stakeholders* como inversionistas, dos aspectos cuyas consecuencias maximizarán su valor en el mercado.

Asimismo, la efectividad de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo está determinada por la manera en que los miembros de las C.A.F.C. empleen los principios de autonomía de la voluntad y autorregulación respetando sus límites para regular las relaciones entre los actuales accionistas y los futuros, teniendo en cuenta que surgirán intereses de accionistas minoritarios que deberán ser integrados en la gestión de estas compañías.

5.5. Perú

5.5.1. Entrevista al Doctor Vládik Aldea Correa

El Doctor Vládik Aldea Correa fue docente de la materia Buen Gobierno Corporativo en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, cuenta con una maestría (MSc) en Derecho Bancario y Financiero por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Se desempeña profesionalmente como consultor y abogado en las áreas de derecho y gobierno corporativos. El criterio del Doctor Vládik permite un acercamiento a los efectos de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo en la realidad societaria peruana.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Si, esto está demostrado por experiencia internacional. Este tipo de pactos otorgan profesionalismo a las sociedades familiares porque cuando uno las constituye, los fundadores son hermanos, padres e hijos, algunos otros miembros de la familia política y rara vez se quiere salir de ese círculo cerrado. Entonces cuando ya la empresa adopta determinado tamaño, importancia, prestigio, estos tipos de pactos permiten incorporar ingredientes de profesionalismo en la administración del negocio introduciendo evidentemente reglas claras por ejemplo acerca de quién debería ser el gerente y si nuestro gerente no cumple determinados requisitos la prioridad está en que quien cumple estos

requisitos pueda ser de nuestro grupo familiar, pero si no lo encontramos dentro de los miembros de la familia debería ser un externo.

Esas cosas ayudan mucho para volver más profesionales a las sociedades familiares y en la medida que son más profesionales son mejores vistas y pueden obtener mejor financiamiento. No solo estamos hablando de financiamiento bancario, sino que estamos hablando del financiamiento colectivo a través del mercado de valores.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

En el Perú existe un código de buen gobierno corporativo aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores que es la entidad encargada de supervisar y regular a todas las compañías que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima u otros títulos valores, siempre en la Bolsa de Valores de Lima porque es la única bolsa de valores que funciona en el Perú.

Entonces se ha aprobado un código de buen gobierno corporativo, pero no es en estricto obligatorio en el sentido que, la única obligatoriedad que existe es remitir al final del ejercicio económico un informe adicional sobre el nivel de cumplimiento de este código de buen gobierno corporativo. Entonces las compañías que cotizan tienen que explicar, sobre los puntos que están desarrollados en el código, si los cumplen o no los cumplen.

Ha habido algunas recomendaciones en el sentido que, para medir bien la incorporación de estas prácticas de transparencia, de responsabilidad y deberes de buen gobierno corporativo dentro de las compañías que están listadas en bolsa, no solo debería ser el factor de medición la pregunta cumple o no cumple, sino también tendría que ser medible si está en trámite de aprobación, cumplimiento desarrollo, ejecución, etcétera. Entonces dependiendo de eso creo que invitaría a que las compañías que simplemente

señalan que no cumplen y no van a recibir ninguna sanción por ello, por lo menos piensen en la posibilidad de implementar una de ellas a futuro.

Estas normas de buen gobierno corporativo que están contempladas en este código han sido recogidas en los códigos de las propias compañías. Hay muchas compañías que se basan sobre este instrumento bursátil para elaborar sus propios códigos de gobierno corporativo así no coticen en bolsa. De igual manera las compañías del Estado que no se rigen por los mismos criterios e incentivos de accionistas privados, adoptan los principios de buen gobierno corporativo contenidos en este código que, como indico es un código referencial, es una especie de guía mas no es una norma de carácter obligatorio y sí es recomendable para aquellos que no ¹² cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

En la región recientemente ha habido casos muy sonados de corrupción, de fraude corporativo. Solo con mencionar el Caso Odebrecht que ha afectado muchos países en la región, ha desnudado la falta de prácticas de buen gobierno corporativo. Entonces si bien las compañías que se han visto involucradas, muchas de ellas son grandes constructoras o entidades financieras o sociedades de auditoría, siempre han manifestado que han implementado estas prácticas de buen gobierno corporativo, sin embargo, están comprometidas en estos procesos penales, fraudes, concertaciones, licitaciones, casos de corrupción, etcétera.

Entonces sí, en el Perú hay unas muy difundidas prácticas, por lo menos en las sociedades anónimas, de hacer auditorías anuales de los estados financieros, publicitar en

sus propias *web* corporativas las memorias de los estados financieros. Algunas van más allá en ámbitos de transparencia a publicar íntegramente el acta de Junta General de accionistas donde se discutió y aprobó el reparto de dividendos o algunos actos societarios trascendentales de la sociedad. Lo que en la legislación peruana, y seguro que en la legislación de Ecuador es muy similar, denominamos hechos de importancia se tienen que comunicar al ente regulador bursátil, en el caso peruano, la Superintendencia del Mercado de Valores, para que ella publique esta información de hechos de importancia respecto de estas compañías que cotizan en bolsa.

Entonces si hay, principalmente este tipo de prácticas societarias que han incorporado las compañías como una práctica habitual. Sin embargo, se ha considerado que se pueden hacer unas cosas más ²⁸ desde el punto de vista de la regulación y principalmente de la autorregulación, porque el enfoque del código de buen gobierno corporativo peruano dispensa la autorregulación. Por eso es por lo que no quiere usar el criterio de ser una norma dispositiva más, es decir, no sobre regular, porque se entiende que si se dicta una norma y esta no se cumple o se cumple a medias o cumpliéndola se hace daño, lo ideal no sería sacar más normas, para que se cumplan las normas que se dieron anteriormente. Entonces esa sobrerregulación desprestigia al sistema jurídico, por lo menos el bursátil.

Lo que quiere este enfoque del código de buen gobierno corporativo peruano es propiciar la autorregulación, de tal manera que son las mismas empresas, quienes sabiendo en base a estas malas experiencias de corrupción que conocemos públicamente, no vuelvan a suceder y por más normas que se den, la única manera de poder evitarlas es con autorregulación, mas no con más normas.

¹² En el sistema peruano, las sociedades anónimas cerradas son sociedades que no cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, los socios no pueden ser más de veinte, entonces

no se encuentran legalmente obligadas a implementar códigos de buen gobierno corporativo dictadas ⁴⁹ por la Superintendencia del Mercado de Valores, que se apliquen en el mercado bursátil. Solo estas sociedades anónimas cerradas estarían adoptando estos códigos y prácticas de manera voluntaria.

Las prácticas de buen gobierno solo son sugeridas ¹³⁴ por la Superintendencia del Mercado de Valores a las compañías anónimas cerradas, no son impuestas. A su vez hay algunos gremios que también han adoptado o propuesto sus propios códigos de gobierno corporativo, pero en realidad, si uno los revisa, más que tener un aspecto societario se vuelven códigos de conducta o códigos de ética. Tienen que ver más con la integridad anticorrupción que con prácticas societarias de transparencia o de buen gobierno y un poco el tema de responsabilidad social.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

No, como te había mencionado, este código es a manera de guía o de sugerencia respecto de las prácticas que tienen que incorporar las sociedades. Por ejemplo, dentro del informe final, a las sociedades les pueden preguntar “¿Los estatutos de la empresa permiten que la Junta General de accionistas se pueda reunir, no solo en el domicilio social, sino fuera del domicilio social?”. Siempre se discute si esta es una pregunta a favor del socio inversionista, el socio minoritario o si es en contra de este, porque muchos dirán “claro si el accionariado está difundido, sería conveniente que las sociedades puedan reunirse donde existe mayor accionariado” para involucrar mayor participación de los accionistas minoritarios, pero ha habido una mala práctica.

Cuando los estatutos permiten que una empresa pueda reunirse presencialmente, no en el contexto en que nos encontramos que ahora son excepcionalmente de manera virtual porque se dio un decreto de urgencia en ese sentido, pero cuando los estatutos

establecen que el domicilio social es el lugar donde se van a celebrar las Juntas y que se prohíbe celebrar en otro lugar, es considerado como una mala práctica, y por el contrario el estatuto debería permitir que se pueda celebrar fuera del domicilio social. Sin embargo, hay algunas compañías que adoptando esa práctica y que muchos pueden considerar como una buena práctica de buen gobierno corporativo han mal usado para indicar que la junta anual donde se va a discutir temas muy importantes como fusionarse o el mismo hecho del reparto de utilidades, se lleve en una localidad tan inhóspita que es muy probable que solo asistan los accionistas mayoritarios. Entonces están cumpliendo con lo que dice el código, en teoría, señalarán en el informe que sí cumplen con el código de buen gobierno corporativo e incorporar nuevas prácticas, sin embargo, en los hechos vemos que provoca perjuicios.

Se ha discutido que la legislación tendría que ser más precisa, pero es verdad que, a más sobreregulación siempre habrá mecanismos para realizar malas prácticas, por eso es por lo que se espera que sean normas de autocumplimiento en el caso peruano.

¿Cómo medimos si la legislación es buena o mala? Tendríamos que verlo por el resultado y dependiendo del resultado es que, en muchos casos, cumpliendo la norma se hace mucho daño, es lo que tradicionalmente los abogados decimos abuso del derecho. Entonces no puede haber una norma que restrinja tanto para impedir el abuso del derecho, que termine perjudicando a todos los agentes, por eso es por lo que se prefiere que sea una práctica voluntaria.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

En parte sí. Yo sí creo todavía que la legislación societaria puede abordar de mejor manera el equilibrio de poderes entre administradores e inversionistas. Si es que un

código de buen gobierno corporativo entendido como una buena práctica voluntaria pudiera incorporar políticas que promuevan el no abuso por parte de los administradores respecto de la propiedad de la compañía, también es cierto, una cosa no excluye la otra. Esto tendría que ser juzgado como un tribunal de ética, ¹²⁸ entendido desde el punto de vista de la filosofía. Si yo considero que esa práctica éticamente es mala, la legislación la debería regular. Entonces si éticamente es mala, debería haber un código de buen gobierno propio de las compañías que las prohíban, por lo menos eso es lo que se quiere promover.

Pero si la legislación lo recoge dejó de ser un asunto ético y se volvió un asunto jurídico. Yo sí creo que algunas prácticas las puede recoger la legislación societaria y de no recogerlas, podrían recogerlas los códigos de las compañías, entiéndase de manera voluntaria. Así que la legislación no excluye a la aplicación de los códigos.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

La definición de naturaleza jurídica es en realidad un convenio que tiene naturaleza contractual, que es voluntario para los socios o accionistas pero que tiene una particularidad muy especial en el sentido que produce efectos jurídicos no solo en quienes lo firman sino también una oponibilidad en la misma sociedad que es materia del pacto porque ese pacto no existiera si es que no preexiste una compañía. Entonces tiene esa naturaleza especial de tener un contrato pero afectar a terceros no firmantes o suscribientes de este contrato, que es la sociedad. No abandona la naturaleza contractual, sin embargo, tiene unos efectos distintos a los contratos de manera ordinaria.

En el caso peruano, no hay una tipología, de repente lo hay en la práctica, no en la legislación. No se ha regulado pactos sindicados o algún otro tipo de pactos societarios de remoción de gobierno, gerenciamiento, *management*. No hay una tipología legal y por

lo tanto es una tipología abierta a cualquier tipo de interés que pudieran tener los socios y los accionistas. Recordemos que en muchos de estos casos se utiliza incluso en la eventualidad en que algún accionista mayoritario o minoritario quiera vender la participación de sus acciones. Existen ciertos pactos de atadura, que tienen que ver exactamente con el tema de sindicaciones, por el cual, si el accionista mayoritario vende sus acciones a terceros, de manera proporcional respetando el valor del precio por acción tienen el derecho que sean vendidas los accionistas minoritarios, al mismo precio valor de manera proporcional al paquete de acciones que le están vendiendo a los terceros. Esa posibilidad de arrastre se establece en estos pactos, ¿Qué naturaleza tienen? Estrictamente contractual. Puede ser mixta porque ese pacto puede figurar a la inversa en el sentido que “sí es que yo que soy accionista mayoritario quiero vender y el accionista minoritario se niega, se puede establecer un pacto por el cual él está obligado a vender la compañía, así sea accionista minoritario, al precio que se determine de manera referencial.

Se pueden realizar grandes compras, fusiones y adquisiciones de empresas, pero basta que un accionista no quiera vender su pequeña proporción de acciones, puede truncar la operación. Entonces por este tipo de pactos se ve obligado a transferir evidentemente a un buen precio y eso es lo que se trata de regular en estos pactos, pero como no hay una regulación restrictiva, todo queda supeditado a las partes, a los socios.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Recordemos que quienes tienen la mayoría y tienen la administración del negocio están en mejores condiciones, por el costo de información que manejan, de poder llegar a mejores negocios, llegar a un mejor precio, negociar mejor, a diferencia de los minoristas, que no tienen ese manejo.

Entonces precisamente, una especie de *tag along*, una especie de un pacto por el cual, si el mayorista consigue el mejor precio y lo vende al mejor precio, ese precio también debería recaer en el valor de las acciones de los minoritarios y que sean compradas en proporción a ese valor. Ese tipo de pacto pensado siempre en el beneficio de los accionistas minoritarios que deseen transferir sus acciones, ingresar al mercado de valores o que sean comprados en el mercado de valores por inversionistas, etcétera, generaría beneficios a los accionistas minoritarios.

El tema es ¿cómo poder regular, desde el punto de vista de la administración, estos aspectos en donde efectivamente beneficien al minoritario? Porque volvemos al mismo tema, si queremos regular o sobrerregular, cabe siempre la posibilidad que el administrador o quienes tengan la mayor cantidad de acciones burlen estas normas tratando de perjudicar al minoritario. Esto tiene que venir por pacto necesariamente más que por ley.

Es muy difícil para un accionista minoritario que no es sofisticado en temas de inversión, negocios, tema bursátil, poder descubrir que esta es una buena herramienta para ellos. Estoy convencido que tendría que ser solo de manera voluntaria y no vía legislativa. Solo por pacto, solo por contrato, solo por estatuto, no veo otro escenario.

En una compañía, siempre los socios mayoritarios han querido vender o fusionar con otra empresa más grande que la quiere absorber, pero los minoritarios han estado convencidos, esto se dio en una sociedad peruana, que esta ejecución no les traía ningún tipo de beneficio y se opusieron. Los minoritarios tiene representación en directorios, entonces se estableció una discusión de que estaban trabando esta operación de fusión que era beneficiosa, etcétera. La operación se dio y, a raíz de esta fusión los nuevos socios mayoritarios removieron de su cargo a estos directores que estaban expresando la voz de los minoritarios en sentido que no era conveniente, que había que esperar, etcétera. Y se

llega a descubrir que se liquida la plana gerencial y se liquida en exceso. Fue la plana gerencial evidentemente quien estaba proponiendo la fusión señalando que era beneficioso para la empresa y por lo tanto para los accionistas. La cifra es casi confidencial, pero se estima de tal manera, que la empresa ha perdido dinero no por el tema de la integración, ha perdido dinero por la indemnización de estos despidos laborales, entiéndase desvinculación de la plana ejecutiva que promovió la fusión.

¿Cómo un funcionario público de la Superintendencia del Mercado de Valores puede controlar eso? No se puede, vía legislativa no se puede, esto tiene que venir de la propia empresa.

Si se trata de ver dónde radica el problema, ¿Cuándo la empresa adopta prácticas de buen gobierno corporativo? Tendría que hacerlo desde que elige a los gerentes, porque mira el beneficio indebido que ha tenido esta plana ejecutiva de tratar de promover, por no decir engañar, a los minoritarios para realizar una operación que involucraba el desplazamiento de mucho dinero, una fusión que al final los únicos grandes beneficiarios eran los mayoritarios, que ejercían la plana gerencial y se retiraron con esas ganancias. Por esta vía indirecta vulneran la ley ¿Cómo se puede llegar a controlar eso? Tendría que ser una empresa que, desde que se constituye o desde que empieza a crecer, aplique buen gobierno corporativo de manera interna, al grado que hasta el más mínimo de sus trabajadores tenga integridad para desarrollar sus funciones.

La transparencia ya no ayuda tanto, tiene que ser una transparencia más exhaustiva y la única manera es que quienes toman las decisiones deberían comportarse con determinados códigos de integridad. No van a faltar detractores en el sentido que brindar mucha información, mucha transparencia pueda ser mal utilizado por accionistas minoritarios para boicotear la operación, ya sea de compra o de ingreso al mercado de valores.

Entonces como ves es un tema todavía por definir. Mucho tiene que ver el comportamiento de los administradores y qué tanto saben los accionistas minoritarios sobre este tipo de operaciones que a veces resultan ser un poco sofisticadas para ellos.

Los estados financieros, a veces solo pueden ser entendidos por el profesional contable. Por mi experiencia, cuando acompañaba a socios minoritarios y llegaba el momento en que el contador, en la Junta General de Accionistas se ponía a explicar los estados financieros para saber cuánto le iba tocar por acciones, en un 99.99%, para estos socios, la explicación del contador era inentendible, entonces uno tenía que explicar.

Las auditoras hacen su labor, pero a veces también colaboran con el maquillaje de las cifras contables. De tal manera que hay que estar muy advertido cuando uno es inversionista, de tratar de saber si esos estados financieros no son reales, si las cifras son aparentes y eso no lo pueden hacer los accionistas minoritarios, pero la mal práctica la tienen los mayoritarios.

Esos son los riesgos, "si yo tengo la administración, estoy muy tentado a no mostrar verdaderos estados financieros" ¿Cómo filtrar eso? La responsabilidad está en los mismos accionistas más que en una agencia de gobierno.

Hay soluciones legales que se pueden proponer. Una propuesta puede ser que, ante estas controversias de entender un estado financiero, se pueda someter a arbitraje. Los pactos societarios podrían incorporar ese tipo de tribunal arbitral, o no necesariamente un arbitraje en el sentido tradicional, sino en juzgador independiente que resuelva estas controversias técnicas respecto de los estados financieros o si la observación formulada en la Junta General de Accionistas por parte de algunos accionistas es correcta o por lo contrario es correcto lo que dicen los accionistas mayoritarios, los administradores. Estableciendo en los estatutos, en los pactos parasocietarios, y no necesariamente en la ley, estos mecanismos de solución de controversias, se sale de estos problemas.

Lo malo, para algunas sociedades anónimas cerradas que son muy familiares es asumir los costos, de tal manera que los costos de este tipo de resolución de controversias solo los pueden manejar determinado tipo de sociedades anónimas cerradas que tengan un crecimiento alto.

La controversia interna de la Junta General de Accionistas no puede ser resuelta por la misma Junta porque ahí ganan los votos y no gana necesariamente quien tiene derecho. Como esa controversia tiene que ser llevada fuera de Junta, y uno propone la creación de un tribunal, de un árbitro o un peritaje únicos pero que sea un tercero independiente juzgador que resuelva esta controversia, me dicen que hay un costo de implementar ¿Quién lo asume? Lo asume quien lo impugna, los administradores, la sociedad, eso se puede ver, no hay ningún problema. El problema es para las pequeñas o medianas empresas que no pueden asumir ese costo. A ese nivel si se pudiesen crear tribunales por parte de las entidades del Estado, en donde el costo de estas pequeñas empresas lo asumiría el Estado. En nuestras regiones el poder judicial no es solución de este tipo de controversias altamente especializadas. Tiene que haber un perito en esta materia que resuelva como si fuera un árbitro, desde mi humilde punto de vista.

La creación de estos mecanismos de solución de controversia está dentro de la autorregulación.

Conforme a las palabras del Doctor Aldea, el efecto de los pactos parasociales sobre la gestión de las C.A.F.C. les permite ingresar al mercado bursátil con las condiciones adecuadas puesto que la complejidad de este mercado radica en la información que se encuentre a disposición de los inversores. En este sentido, establecer un órgano de gestión bajo criterios de profesionalidad posibilita a las C.A.F.C. generar el tipo de información que al participar en el mercado bursátil atraiga el financiamiento necesario para maximizar su valor.

La adopción de la postura peruana respecto al gobierno corporativo permitiría generar medidas que se adecuen a las situaciones especiales de cada C.A.F.C.

Por lo tanto, un sistema flexible de creación de normas de buen gobierno corporativo permitirá que aquellas C.A.F.C. con una gestión profesionalizada –según el criterio del Dr. Aldea- generen sus propias normas, mientras que aquellas C.A.F.C. que no tengan esa misma condición puedan incorporar unas normas ya existentes concentradas en entes como la Bolsa de Valores, y que posteriormente, con una estructura mejor organizada producto de las prácticas adoptadas, puedan crear las suyas propias.

Esta dinamicidad en la producción de buen gobierno corporativo respeta los principios de autonomía de la voluntad y de autorregulación y al mismo tiempo permite generar un control sobre estas medidas ya que existiría un organismo externo que recopile y recomiende su uso a discreción de cada sociedad mercantil, dándoles a ellas el control sobre la maximización de su valor.

Aldea explica que a pesar de las ventajas de este sistema flexible de creación de buen gobierno corporativo si es necesario incorporar un elemento de imperatividad en el cumplimiento de estas prácticas, por lo que la implementación de estándares objetivos de cumplimiento por parte de un ente regulador, cuya facultad podrían concentrar las Bolsas de Valores, permite que la autonomía de la voluntad y la autorregulación no transgredan los intereses de los *stakeholders* que finalmente financiarían la maximización del valor de las C.A.F.C. Esto podría cumplirse, como se ha mencionado anteriormente, con la entrega de un informe técnico sobre el cumplimiento de medidas de gobierno corporativo a los inversionistas presentes en el mercado bursátil.

En el escenario de una toma de decisiones para ingresar al mercado bursátil, evidentemente el pacto parasocial es pieza clave, sin embargo, el gobierno corporativo se podría incluir de manera transversal ¹¹² en todo el proceso de toma de decisiones

estableciendo ciertos estándares de transparencia desde la conformación del órgano de gestión de las C.A.F.C. hasta en los informes que han de entregarse a la demanda en el mercado bursátil.

De igual manera, la incorporación de buen gobierno corporativo en C.A.F.C. podría realizarse a través de la entrega de informes contables o financieros de manera periódica con el objetivo que esté a disposición de los inversionistas y *stakeholders*, individuos que ejercerán un control externo –a las C.A.F.C.- determinando el resultado de la maximización del valor de estas compañías.

5.5.2 Entrevista al Doctor Edison Paul Tabra Ochoa

El Doctor Edison Paul Tabra Ochoa es profesor del Departamento Académico de la Pontificia Universidad Católica del Perú, es magíster en Derecho de la Empresa y Master (MSc) en Gobierno y Cultura de las Organizaciones por la Universidad de Navarra. Además, es consultor en temas de Derecho Empresarial y Gobierno Corporativo, por lo que el criterio profesional respecto a la temática de la presente investigación permitirá, principalmente formular posibles formas de integración de los pactos parasociales y buen gobierno corporativo.

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?

Si uno se avoca a lo que es el buen gobierno corporativo en el tema exclusivamente de sociedades cerradas, en primer lugar, se va a constituir como un mecanismo de autorregulación que tienen los accionistas que constituyen una sociedad anónima cerrada para establecer la forma cómo quieren ellos que su empresa funcione y sobre todo pensando que en sociedades anónimas cerradas la esencia es la necesidad de proteger a

los accionistas minoritarios. La esencia del gobierno corporativo es que se crea normas propias de la empresa para proteger principalmente a los accionistas minoritarios frente a las legítimas demandas, pedidos o intereses de los accionistas mayoritarios.

Entonces el gobierno corporativo se va a traducir en implementar normas que en el Derecho societario tú las vas a encontrar en el estatuto, en el convenio de accionistas o convenios parasocietarios y también en recomendaciones de buen gobierno corporativo.

En ese caso, por ejemplo, esas recomendaciones van en primer lugar a las sociedades que cotizan en bolsa, a las sociedades que están vinculadas al ámbito de la bolsa de valores, pero también una sociedad que no cotiza lo puede asimilar e incluir para su funcionamiento.

Se tiene tres frentes: estatutos, convenio de accionistas e implementación de normas de buen gobierno como parte de normas propias que se puedan implementar e incluir como parte de un código de buen gobierno, como parte de un código ético, como parte de una política de responsabilidad social, entre otros.

Eso ya va a depender mucho de cómo se quiera implementar dichas pautas de buen gobierno corporativo.

La práctica demuestra que cada empresa tiene sus propios fines. Hay empresas cuyo fin es llegar a cotizar en bolsa. Hay otras empresas que prefieren quedarse como cerradas, este es el caso por ejemplo de las familiares, que tal vez no quieren trascender y ser una empresa grande, pero no cotice en bolsa y en vez de eso prefiere crear más empresas, crear un grupo de sociedades, pero no dan ese salto de empezar a cotizar en bolsa. Ahí se tiene que evaluar que la práctica da diversos tipos de empresa y sus visiones.

En el caso de aquellos que quieren dar ese salto de empezar a cotizar en bolsa, el buen gobierno corporativo ofrece unas garantías de que quienes van a estar en desventaja, en este caso los minoritarios, van a tener ciertas garantías. No hay que olvidar que en los

pactos societarios se va a estipular cláusulas. Las cláusulas “*drag along*” y “*tag along*” son muy importantes de incluirlas en el pacto parasocietario o en el convenio de accionistas sobre todo para proteger los intereses de los minoritarios.

Se pueda incluir otros aspectos, también se puede estipular otros pactos, por ejemplo, cuando la empresa llega a un nivel de tamaño económico y acuerdan en ese momento venderla, o algún accionista quiere salirse y se aplica lo que es la adquisición preferente. Entonces ya en los convenios de accionistas se va a incluir estas pautas a convenir, sobre todo pensando en los minoritarios. También se puede incluir pactos en esencia, por ejemplo, en lo que es el gobierno. En los pactos se puede establecer cómo se quiere que en el gobierno estén representados los accionistas minoritarios, ya sea en el directorio; o en el ejercicio de sus derechos.

Ahora, en la teoría una cosa es cuando se implementan normas propias en el estatuto y otra es cuando se estipula en el pacto societario. Usualmente en la práctica es muy raro que en los estatutos se estipule pautas de buen gobierno, que debería ser lo normal, claro está; pero que definitivamente es muy raro porque las sociedades que ya dan el salto de empezar a cotizar en bolsa, o que están en esa vía pueden empezar a cambiar o tener varios accionistas que van cambiando o que van comprando y vendiendo su participación. Entonces es muy raro que en el estatuto se estipule esto, en cambio, se lo va a estipular en los pactos parasocietarios. Ahí se encuentran, los sindicatos de bloqueo, los sindicatos de accionistas, que van a estar en la vía de proteger los intereses de los minoritarios, eso es un poco la vía que se tiene que enfocar.

En alguna empresa, la visión puede ser lo contrario y sea proteger a los mayoritarios, por lo tanto, bajo esa visión se puedes estipular la forma como se quiere que las cláusulas trabajen, pero de los casos que yo he visto, usualmente siempre han sido en favor de los minoritarios.

2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?

Una cosa es dónde tú puedes, a nivel societario, poner en práctica las normas de buen gobierno corporativo, las recomendaciones, y otra cosa es dónde las vas a encontrar.

El gobierno corporativo se lo puede enfocar desde diversos ámbitos: económico, administrativo y societario. Como pautas de recomendaciones se lo va a encontrar a nivel internacional en las recomendaciones de la OECD (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), también se lo va a encontrar en las recomendaciones de la CAF (Corporación Andina de Fomento). También se encuentran por ejemplo las recomendaciones de la ONU (Organización de las Naciones Unidas) y otras instituciones internacionales que lo van a emitir.

En el caso de Sudamérica, nosotros hacemos mucho énfasis en lo que es dos instituciones internacionales: OECD y CAF. Eso no quita que también haya otras perspectivas, por ejemplo, vas a encontrar que he desarrollado cómo es la perspectiva para la sociedad de auditoría, de cómo tiene que ser el gobierno corporativo, o cómo tiene que ser para los órganos que evalúan los ratings de riesgo, llámese *Standard & Poor's* (141 *Standard & Poor's Global*), *Moody's* (*Moody's Analytics*) o *Fitch* (*Fitch Ratings*).

Ahora, esas recomendaciones, evidentemente cada país es libre de incorporarlas. En el ámbito de sociedades, éstas pueden ser incorporadas en la legislación, por ejemplo, en la Ley General de Sociedades, como sucede en el Perú, pero también libremente como grupo de accionistas, se las puede incorporar en los estatutos al momento que se constituye la sociedad o al momento que se modifica los estatutos o también se las puede incorporar en los convenios de accionistas. Eso es a nivel societario y la mecánica de incorporarlos de esa manera es porque se los vuelve vinculantes, esa es la ventaja.

También de manera autorregulada, las sociedades lo pueden incorporar como parte de códigos de buen gobierno que no tienen fuerza vinculante de ley, como si tuviera por parte del Estado si se lo incluye como parte un estatuto, pero se entiende que cada sociedad la va a cumplir porque es parte de su propia normativa.

Entonces en ese rango, se ve que el gobierno corporativo va a estar presente, y hay que tener presente que el gobierno corporativo siempre se lo puede manifestar como instrumento societario que, de convertirlo, ya sea a través de convenio parasocietario o como parte del estatuto, se vuelve obligatorio. En tanto que, si se lo pone como parte de un código, se vuelve obligatorio, pero a nivel de la empresa. Yo creo que eso es un poco la pauta.

Ahora, Chile, por ejemplo, ha sacado una norma propia de gobierno corporativo. Ellos tienen una norma propia de gobierno corporativo que dice “de esta manera el gobierno corporativo debe funcionar” y es una legislación propia que ha sido emitida por el Estado y que las sociedades de capital chilenas la tienen que cumplir. Ellos tienen su legislación propia, pero ese es un caso excepcional porque para los otros casos, en otros países, llámese España, Perú, Colombia, Argentina, la visión es esta: pacto, estatuto y código de buen gobierno.

3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una agencia o regulador estatal?

Hay varias. La primera de ellas puede ser la transparencia. Hoy en día se pide transparencia en lo que es las actuaciones de las administradoras, en este caso, los directorios, los gerentes. El tema de la transparencia es muy importante porque se pide

que ellos puedan reportar sus actividades a los accionistas para que los accionistas puedan ejercer sus derechos, políticos, por ejemplo.

Otra práctica es la inclusión de la figura del Director Independiente. El director independiente en esencia es alguien que no representa o no pertenece al grupo de los accionistas.

El director independiente es algo peculiar porque no representa a nadie, pero se cumple lo que decía el maestro Reyes-Villamizar, que el director independiente, de alguna manera, cuando es elegido, tiene una función de aportar con su profesionalismo, con su experiencia, al gobierno del directorio y colabore con el gobierno que hace la gerencia general. Pero también de alguna manera tiene que privilegiar defensa de intereses, es decir, si bien es cierto, en un inicio va a privilegiar la defensa de intereses de la empresa, también tendrá que priorizar la ⁶³defensa de los intereses de los minoritarios.

Hay que partir de una esencia y es que en Sudamérica hay necesidad de que se protejan a los accionistas minoritarios, lo cual concuerda con la visión del profesor colombiano Reyes-Villamizar. Entonces ¿qué es lo que se dice? Que en Sudamérica evidentemente no es como en Estados Unidos o en Inglaterra donde hay sociedades dispersas de capital, sino, hay sociedades concentradas de capital. Entonces en ese punto, más que defender a los accionistas frente a los directores, en Sudamérica hay que proteger a los accionistas minoritarios frente a los probables abusos que cometan los mayoritarios. Esa es un poco la visión del gobierno corporativo para Sudamérica.

Entonces, el Director Independiente tiene en principio como función colaborar con el gobierno de la empresa porque así colabora con la defensa de los intereses de los minoritarios, pero si en último de los casos tiene que privilegiar a quién defiende o por sobre quién defiende, pues su enfoque va a ser principalmente hacia los accionistas minoritarios.

Hay otra visión que dice que los Directores pueden defender a los minoritarios y al resto de grupos de interés, los famosos “*stakeholders*”, entonces esa la visión que debe tener un Director Independiente.

Esta visión del Director Independiente, si bien es cierto se aplica a las sociedades que cotizan en bolsa hoy en día en el Perú, por ejemplo, como en Colombia, como en Chile y como en México; los Directores Independientes están presentes en sociedades que cotizan en bolsa y en otras que no, pues la visión es que tiene que proteger intereses, aparte de colaborar con el gobierno de la sociedad, esa es la visión que se busca de él.

Hay otras prácticas más, pero otra que creo yo que está en franco crecimiento, como práctica de buen gobierno, es la implementación de medidas de cumplimiento normativo, que también hoy en día se está implementando porque el cumplimiento normativo es como la parte ejecutiva del gobierno corporativo. El gobierno corporativo te da recomendaciones y el cumplimiento normativo te dice qué tienes que hacer para cumplir.

Entonces hoy en día un tema para prevenir corrupción, cohecho y también prevenir infracciones a nivel administrativo, llámese tributario, libre competencia o protección al consumidor y otras áreas, por ejemplo, como protección de datos, ya hoy en día se está implementando normas de cumplimiento, pero como parte de recomendaciones de buen gobierno.

Si se han incorporado normas de buen gobierno corporativo en el estatuto, se tienen que cumplir; si se las ha incorporado en un pacto de accionistas, se tienen que cumplir. No te olvides que si se incumplen obviamente hay una multa o habrá una indemnización por incumplimiento.

Ahora, cuando son normas que son parte de un código de buen gobierno, es casi como si se estuviera en el equivalente de un código ético, como un código de conducta, que a veces, lamentablemente, sobre todo quienes dirigen las empresas, no las cumplen.

Por ejemplo, el caso *Odebrecht* va a demostrar que esta empresa, que también ha estado presente en el Ecuador si no me equivoco, es una empresa que tenía prácticas de buen gobierno, cumplimiento normativo, códigos de ética, incluso tenía certificaciones de responsabilidad social, era una empresa modelo. Por lo menos en el caso peruano, pero el problema ha sido que quienes la dirigen, en este caso, los dueños, o los directores, o los gerentes generales son los que generaron y llevaron a cabo toda esta planificación de corrupción.

Evidentemente, se puede ver otros casos a nivel comparado, por ejemplo, el caso de *Volkswagen* es un caso también parecido. *Volkswagen* es una marca alemana, de calidad, con presencia en el mercado, nadie iba a dudar de *Volkswagen*, hasta que un grupo de estudiantes detectó que sus niveles de contaminación estaban alterados.

Hay otros casos más, llámese el caso de las *WorldCom*, *Lehman Brothers*, pero que son casos un poco más de otros sitios culturales que no van mucho con el ámbito sudamericano en el que nos desenvolvemos.

Ahora, en el caso de las sociedades anónimas cerradas, ellas lo pueden incluir, a través de estos instrumentos societarios. ¿Voluntariamente, también pueden incluirlo? Si.

Muchas veces son dos cosas:

- a. Los que están en la cima de la empresa, los administradores, no lo cumplen, o
- b. No hay algo que obligue a cumplir.

Eso es lo que hoy en día en la empresa se discute, porque obviamente el Estado no va a estar siempre para decir “tienes que cumplir tales normas”, porque, no sé si pasará en Ecuador, pero, el derecho administrativo no se puede ubicar en todos los supuestos, eso es un problema. Entonces hay que dejar a la autorregulación para que ocupe ese puesto. En materia societario, el buen gobierno ayuda a eso, pero el tema está en que la

empresa y los que conforman la empresa se involucren en cumplirlo, porque si no, al final, si no lo cumples, estamos mal.

A nivel de mercado de valores las prácticas de buen gobierno corporativo no son impuestas, pero sí son recomendaciones que se envían a las empresas que cotizan en el ³⁷ mercado de valores.

En el caso peruano, la Superintendencia de Mercado de Valores evalúa qué tanto las empresas cumplen o han cumplido sus recomendaciones de buen gobierno corporativo y las transparenta a todo el mercado. Una empresa que cotiza en bolsa, por ejemplo, Telefónica, evidentemente tiene el interés de acreditar que cumple con sus prácticas de gobierno corporativo, entonces cada fin de año envía a la Superintendencia qué tanto ha cumplido dichas prácticas.

Eso es lo que la Superintendencia les pide, no les pide cómo tienen que cumplirlo, no les pide un medio específico para que lo hagan, ya se los encarga a ellos, ya entra ahí la autorregulación.

Por ejemplo, si las empresas han incluido la figura del director independiente, en el informe que estas envían, dice “si hemos incluido”.

Hoy en día también hay prácticas en relación con la diversidad y bajo ese punto, hoy en día se discute el incluir más mujeres en la composición del directorio. Como parte de su buen gobierno, las empresas podrían informar que están cumpliendo con el criterio de la diversidad, pero eso lo hacen porque ellas están sujetas a que todo lo que ellas hagan va a ser transparentado al mercado de valores, y ahí hay evidencia que acredita que los inversores valoran cuando una empresa cumple sus prácticas de buen gobierno corporativo, le da un valor agregado, entre otros. En el caso del mercado de valores, lo hace.

En el caso de fondo de pensiones, la ley sí exige que se incluyan algunas prácticas, por ejemplo, en el caso del Director Independiente, sí deben contar obligatoriamente con esa figura.

Para el resto de las empresas, sean grandes, medianas o pequeñas, pero que no están vinculadas al fondo de pensiones o al mercado de valores, no están obligadas, simplemente ya dependería de ellas incluirlas o no estas prácticas.

4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?

En el ámbito de fondos de pensiones, el cumplimiento es obligatorio. En el caso del mercado de valores, simplemente se transparenta al mercado, que no se está cumpliendo o que se están demorando en el cumplimiento, entonces el castigo viene de parte del mercado.

En el resto de las entidades, si tú voluntariamente implementas estas prácticas de buen gobierno, las debes cumplir. Si no las quieres cumplir, simplemente no las implementes.

Yo creo que, como parte de la competitividad en la cual las empresas se encuentran, muchas de ellas van a querer diversificar sus actividades a nivel nacional, a nivel internacional. Entonces muchas de estas van a querer internacionalizarse y evidentemente también van a querer captar socios extranjeros, por lo que, como una suerte de mostrar puntos positivos en lo que tienen, deben o pueden incorporar las prácticas de gobierno corporativo.

Yo pienso que el gobierno corporativo se está implementando de a poco. A diferencia del *Compliance*, sucede que en el gobierno corporativo no hay una multa si tú no implementas tus prácticas. La multa es moral, por parte del mercado o por parte de los inversores. En tanto que en el *Compliance* sí, porque en el ámbito penal si se comete un

delito y no se tiene un programa de cumplimiento, le genera responsabilidad penal, por ejemplo, en los casos de cohecho o de lavado de activos.

Entonces eso es un incentivo para que las empresas tengan ese programa de cumplimiento. En tanto que, en el gobierno corporativo no hay ese incentivo. De hecho, yo podría decir que el incentivo es tener mejor reputación, mejor imagen, pero eso principalmente cala bastante en lo que son empresas grandes. Por ejemplo, en Ecuador, si estamos ante Movistar o empresas de ese tamaño, obviamente ellas van a querer tener una imagen intachable, entonces el gobierno corporativo ayuda.

Pero si por ejemplo estamos pensando en un negocio de la esquina, que vive del día a día, probablemente sus prioridades no sea el gobierno corporativo, probablemente será llegar a fin de mes, pagar a sus trabajadores y cumplir con la autoridad tributaria.

Creo que a nivel de pequeñas y microempresas, debería haber un incentivo para que practiquen gobierno corporativo, como sí pasa en el cumplimiento, que se les puede imponer una multa o que puedan recibir una bonificación en compras estatales, si tienen este tipo de mecanismos, pero es muy reducido el campo, entonces yo creo que como parte de la experiencia peruana, en Ecuador, si podrían generarse mecanismos que incentiven más imperativamente a las pequeñas y microempresas a incluir sus prácticas de buen gobierno corporativo y cumplirlas, creo que eso es lo que está faltando.

5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?

Definitivamente sí. Estoy seguro porque el Estado no puede intervenir en la empresa. El gobierno corporativo está para ayudar a que quienes son parte de una empresa

solucionen sus conflictos o protejan sus intereses y eso es importante porque si no, el Estado va a intervenir.

El gobierno corporativo nace como mecanismo de autorregulación, entonces si la autorregulación falla, el Estado puede intervenir como parte de la regulación, entonces al final yo creo que a una empresa le viene mucho mejor solucionar sus conflictos a través de la autorregulación, en este caso, buen gobierno corporativo, que quizás dejar que luego el Estado imponga normativa obligatoria.

Por ejemplo, los casos de corrupción son muy latentes, es decir, si una empresa es permisible a que en su organización haya corrupción, el Estado le va a decir “si tú eres tolerante, te voy a aplicar la responsabilidad penal”, entonces una empresa no quiere eso. Justamente para prevenir, hay que generar mecanismos propios que eviten que en una empresa hay corrupción o lavado de activos o financiación al terrorismo.

Hablo desde la perspectiva peruana, pero en España también han ampliado a una visión más, por ejemplo, en el ámbito laboral, evitar que una empresa se vea involucrada a que en su organización se tolere casos de acoso, o en los casos de protección de datos, evitar que una empresa esté comercializando los datos de sus clientes, o en competencia, evitar que la empresa esté coludiéndose con otra.

Esto, en el mercado sudamericano todavía no lo estamos enfocando de una visión amplia, pero si nosotros, dentro del sector privado no lo solucionamos, el sector público va a imponer regulación que se tendrá que cumplir.

En Ecuador hay un profesor muy versátil que menciona que lo que genera la imposición de normas del Estado son costos para la empresa. Entonces se busca evitar eso al final.

Yo creo que, si una gran empresa no quiere tener mucha carga regulatoria, aconsejo siempre cumplir la norma e ir más allá de la norma y crear sus propias normas que vayan

mucho más allá de lo que el Estado pide, porque es mucho mejor que la empresa cumpla sus normas por sus propios medios a que luego el Estado le obligue a cumplir. Ahora, nada quita que el Estado ejerza su facultad y proponga normas para proteger los intereses, pero la idea es que mejor dedique sus esfuerzos a otros ámbitos o atribuciones que esté descuidando.

6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas?

¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?

Los pactos de accionistas son actos jurídicos en los cuales los accionistas de una sociedad comercial acuerdan cumplir de manera obligatoria bajo amenaza del pago de una penalidad.

Si se incluye una cláusula “*drag along*”, es para que la cumpla y si se la incumple, al final se paga una penalidad, igual con una “*tag along*”. Igual, por ejemplo, cuando se está ante accionistas igualitarios, “accionistas 50-50” existen diversos mecanismos para resolver quién tiene la razón en ese tipo de supuestos. Justamente aquí se cae en cuenta que estos convenios sí sirven porque ayudan a resolver los problemas y los conflictos entre accionistas, y sobre todo generan predicción. Los convenios entre accionistas, desde mi punto de vista ayudan mucho porque generan predicción a ⁶⁷ corto, mediano y largo plazo respecto a:

- a. La marcha de la empresa y,
- b. La defensa de los intereses de los accionistas.

A nivel teórico, creo que coincidimos todos, los diversos tipos de cláusulas, los diversos tipos de resolución de conflictos en casos de accionistas igualitarios y también incluir ahí la forma cómo van a practicarse determinados derechos como el derecho de adquisición preferente.

Quisiera precisar que los pactos de accionistas son válidos y lo que se necesita es comunicarlos a la sociedad. Estos son válidos entre los accionistas que los suscriben y esto permite que en la práctica puedan ser usados para más cosas.

El convenio entre accionistas tiene una validez y es que hace posible diversas transacciones, sobre todo, estos se van a usar cuando la empresa hace cambios como ingreso de nuevos accionistas, procesos de fusión, porque muchos accionistas quieren ingresar bajo determinadas condiciones que son imposibles de incluir en el estatuto, pero a través del convenio si se las puede incluir.

7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

Para una operación de OPA, serviría mucho estipular como parte de este proceso de compra e indicar en el convenio de accionistas los intereses de los minoritarios que se van a respetar.

Y si, por ejemplo, “compro el cien por ciento, respetaré el convenio de accionistas que estipula que, si compro al señor que tiene noventa y cinco por ciento, a cien dólares la acción, entonces a los propietarios del cinco por ciento también les voy a comprar a cien dólares la acción”. En la operación de OPA, los convenios entre accionistas van a ser una buena herramienta legal.

En gobierno corporativo, incluir pactos parasociales también serán una buena herramienta porque se puede estipular cumplir los criterios que se crean convenientes, por ejemplo, “yo no vendo esta empresa si no respetas que en esta empresa hay directores independientes, entonces compro el cien por ciento de las acciones, pero me comprometo a, como parte de esa venta, mantener la forma como se ha estructurado el gobierno de la empresa, o respetar las normas de buen gobierno, manteniendo la transparencia de la toma

de decisiones, los sueldos de los administradores, por más que solo uno sea el dueño de la empresa.”

Entonces si pudiese ser posible a través de la inclusión de un convenio dentro de un proceso de compra.

En este punto no puedes separar gobierno corporativo de convenio parasocial, porque el gobierno corporativo se puede incluir dentro del convenio. Por ejemplo, en una operación de OPA, dentro de ella se puede comprometer a respetar las normas de buen gobierno corporativo que están en esa empresa, eso puede ser de manera general. También puede ser de manera específica. Como parte de la operación, se puede decir “yo compro esta empresa, pero voy a respetar tales normas y cuando la compras, respetas esas normas”.

En la OPA, manda quien compra y quien sufre esa OPA, por eso la llaman OPA hostil, la acepta o no. Entonces usualmente quien quiere comprar pone condiciones, si al final es algo negociado, no hay problema, pero quien manda es quien impone y dentro de las condiciones se puede hablar sobre las normas de buen gobierno corporativo.

Otra cosa será si dices “como parte de una práctica de buen gobierno corporativo, se debería hacer uso de un convenio parasocietario en el proceso de adquisición” si quieres tratar eso como práctica de gobierno corporativo, sí se puede, siempre y cuando esté encaminado el convenio a considerar los intereses de los minoritarios.

Ambas visiones se complementan, porque si partimos de que la implementación de un convenio de accionistas es una adecuada práctica de buen gobierno corporativo que se debe incluir en un proceso de OPA, es decir, si se ve el uso del convenio de accionistas como una práctica de buen gobierno corporativo en una OPA, si se puede integrar de esa manera.

Ahora, si dentro de una OPA y dentro del convenio de accionistas que va a estar inserto en la OPA, se deben incluir prácticas de buen gobierno corporativo, también se puede hacer. No son cosas diferentes sino son complementarias porque en uno estás tratando al convenio como una adecuada práctica de buen gobierno corporativo para facilitar una operación de OPA, y la otra posibilidad es que ya dentro del proceso, cuando se está negociando, se pueden incorporar al convenio las prácticas que están vinculadas a directorio, co-accionistas, transparencia y gestión deben incluirse.

Desde mi perspectiva, se puede empezar por el primero, el convenio es una adecuada práctica y al ir a la operatividad, como parte de la OPA, tiene que escribirse prácticas determinadas de buen gobierno corporativo para proteger a los minoritarios.

El Doctor Tabra menciona que el buen gobierno corporativo se constituye como normas que se originan de la iniciativa de autorregulación de los accionistas de una compañía y que dicta la forma en que dicha sociedad mercantil ha de funcionar.

Asimismo, el Doctor menciona que, derivadas de la autorregulación mencionada anteriormente, las normas de buen gobierno corporativo pueden presentarse en estatutos, normativa interna e incluso como pactos parasociales, por lo que, en un inicio mantiene una postura distinta al Doctor Grijalva, quien mencionaba lo contrario.

La posibilidad de incluir medidas o normativo de buen gobierno corporativo al interior de una compañía dentro de convenios entre accionistas demuestra también la flexibilidad que poseen. Esto ocurre en la medida que, los acuerdos de accionistas presentan facilidad al momento de modificarlos o anularlos ya que se puede estipular en el mismo instrumento si es obligatorio solo para quienes lo suscriben o si lo son también para la sociedad mercantil misma, mientras que los estatutos tienen mecanismos de modificación que presentan dificultades como la autorización de un número de accionistas y además la convocatoria a una junta general.

De igual modo, manifiesta que los beneficios de un buen gobierno corporativo aplicado a las compañías anónimas ya sean cerradas o abiertas, se materializa en la protección al accionista minoritario frente a los abusos del accionista mayoritario, lo cual en el caso de las C.A.F.C. permitirá una distribución equilibrada de poder dentro del órgano de propiedad ya que aquellos nuevos accionistas de estas compañías tendrán garantías de su actuación en la toma de decisiones y los accionistas antiguos conservarán su porcentaje de influencia sin que dejen de velarse sus intereses.

La versatilidad del gobierno corporativo y los pactos entre accionistas para permitir el ingreso de una compañía al mercado bursátil se manifiesta en la flexibilidad de modificación de un contrato, en este caso, un convenio entre accionistas, frente a los estatutos y la flexibilidad de contenido que puede tener el buen gobierno corporativo ya que se fundamenta en la autorregulación, por lo que, en este sentido, aquellas normas deberán ajustarse a la situación de la compañía y lo que sus miembros consideren debe regularse a su interior.

De este modo, tanto el buen gobierno corporativo como los pactos parasociales se presentan como instrumentos que ayudan a las C.A.F.C. a regular y mantener bajo control aquellas situaciones que ocurren en el proceso de ingreso al mercado bursátil, como lo ha mencionado el Doctor Tabra.

Si bien el Doctor Tabra menciona que en la jurisdicción peruana las prácticas de buen gobierno corporativo sí se encuentran recogidas en normativa como la Ley General de Sociedades, también recalca que existe un alto componente de autorregulación, por lo que también hay normas o códigos de buen gobierno corporativo que son imperativos para las compañías, pero porque éstas han decidido implementarlas libremente.

El caso peruano demuestra que en lo que respecta a los mecanismos de exigibilidad de prácticas de buen gobierno corporativo pueden existir simultáneamente la coacción o

la iniciativa pública con normativa imperativa y, la autorregulación o la iniciativa privada con normativa interna. Esto permite que las prácticas de buen gobierno corporativo tengan un campo de cumplimiento más grande puesto que aquellas que decidan incorporarla ya que pueden visualizar las ventajas que les suponen, lo harán fundamentándose en la autorregulación y la autonomía de la voluntad, mientras que aquellas en las que el Estado vea por una u otra razón que deben implementarlas, lo harán por la vía de la imperatividad de la normativa.

El Doctor Edison Tabra menciona que, en la jurisdicción peruana, como prácticas de buen gobierno corporativo aplicadas por la administración se encuentran la transparencia en las actividades de dicho órgano y la inclusión del Director Independiente que es parte del gobierno de las compañías porque conforma el Directorio, sin embargo, no forma parte del grupo accionario, aun cuando ellos son los encargados de nombrarlo.

La aplicación de estas prácticas de buen gobierno corporativo puede beneficiar a las C.A.F.C. en la medida que la transparencia en la actuación del órgano administrativo permitirá entregar información veraz a los accionistas y las autoridades de control con la finalidad de posibilitar su ingreso al mercado bursátil y además ello puede funcionar como una garantía de la eficiencia productiva de la compañía para atraer inversionistas, lo cual se espera al ingresar a la Bolsa.

De igual manera, la figura del Director Independiente dentro de una C.A.F.C. permitirá que en la gestión de estas compañías exista un individuo que vele por el equilibrio de intereses dentro de sus órganos, lo cual permitiría disminuir los problemas de agencia y fortalecería el valor de la compañía y el de sus accionistas.

El Doctor Edison Tabra explica que, en Perú, de manera especial, para el caso de los fondos de pensiones y compañías ⁸⁹ que cotizan en Bolsa, las prácticas de buen gobierno corporativo no tienen un alcance imperativo, a nivel de ley, pero aun así exigen un nivel

de cumplimiento que debe ser reportado a la Autoridad de control pertinente, que para el caso es la Superintendencia de Mercado de Valores.

La existencia de una Autoridad de control que verifique el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo puede funcionar incluso si éstas no tienen carácter imperativo, es decir, aún si estas prácticas no son de obligatorio cumplimiento para todas las sociedades mercantiles, sus facultades de control al respecto permitirán que una vez una C.A.F.C. acate dichas prácticas, puedan materializarse y cumplirse adecuadamente bajo un esquema de control en el que actúe la entidad estatal pertinente. De este modo, se preserva el principio de autorregulación y autonomía de la voluntad en la configuración y adopción de medidas de buen gobierno corporativo puesto que, aquellas C.A.F.C. que tengan claras las ventajas que ello les suponga, las practiquen, sin necesidad de que su aplicación sea impuesta mediante normativa.

Esto permitirá que la divulgación de los beneficios del buen gobierno corporativo, expuestos en el presente trabajo lleguen de manera efectiva a aquellas C.A.F.C. que visualicen al mercado bursátil como un medio de financiamiento para maximizar su valor y que, aún más importante, una vez lo acaten, lo cumplan de manera efectiva, mientras a los inversionistas se les presenta la garantía de cumplimiento de estas medidas con la labor de control y verificación de una autoridad competente.

En este mismo sentido, como una medida alternativa para incentivar la adopción de, con la finalidad de promover la importancia de que las C.A.F.C. que ingresen o estén en proceso de ingreso al mercado bursátil adopten medidas de buen gobierno corporativo se podría implementar incentivos desde el sector público, como por ejemplo, la publicación de una lista de compañías emisoras de acciones o valores que cuenten con cumplimiento de buen gobierno corporativo por parte de la Autoridad de control, que en este caso es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

La ventaja de la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo en la estructura y gestión de una C.A.F.C. se manifiestan en la posibilidad que éstas tendrán de ingresar al mercado bursátil con una estructura fortalecida en la que los deberes y funciones de cada órgano estén claramente establecidos y de esta manera se minimice la existencia de problemas de agencia, lo cual, como se ha mencionado anteriormente, permitirá maximizar el valor de los accionistas y de la compañías misma y ello les permitirá igualmente atraer inversionistas, es decir, conseguir el financiamiento que promoverá la potenciación de su actividad económica, todo esto incluso con una mínima intervención de entidades de control.

A pesar de existir ciertas prohibiciones de configurar o suscribir convenios entre accionistas, a lo largo del presente documento se ha resaltado el fundamento jurídico que estos poseen, el cual permitiría materializarlos como contratos que se fundamentan en la autonomía de la voluntad y la libertad de contratación, ambos principios reconocidos por la normativa ecuatoriana.

Por este motivo, la comprensión de que el fundamento de los convenios parasociales es un contrato entre privados circunscrito al ámbito especial de las sociedades mercantiles y más específicamente a las C.A.F.C. resulta importante en la medida que ello explica la posibilidad de que este instrumento jurídico sea permitido y utilizado con el fin de coadyuvar a las C.A.F.C. a maximizar su valor en el mercado.

El criterio del Doctor Tabra respecto a la integración del buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas para realizar una OPA e ingresar al mercado bursátil demuestra la flexibilidad de ambos instrumentos puesto que menciona la posibilidad de que el primero le contenga al segundo o viceversa.

Sin embargo, la naturaleza contractual de los pactos parasociales permiten que por este medio la adopción y modificación de prácticas de buen gobierno corporativo ocurra

de manera más eficiente puesto que no requeriría de los medios tradicionales como estatutos, escrituras de constitución o juntas generales de accionistas, los cuales pueden presentar ciertas barreras o complicaciones como la aceptación de mayorías y la dificultad de previsión y regulación anticipada de situaciones futuras que pueden o no ser inciertas, o como las denomina en la jurisdicción argentina, limitaciones estatutarias.

Por lo tanto, en una operación de OPA, se puede acordar en una cláusula la aceptación de normas de buen gobierno corporativo que rijan en la empresa que se esté adquiriendo. De modo que la persona que adquiera las acciones de una C.A.F.C. tiene que cumplir esas prácticas.

VI CONCLUSIONES

Los conceptos y teorías como el interés social, la maximización del valor del accionista (y la compañía) y el gobierno de las sociedades mercantiles describen la realidad societaria en que se desenvuelven las compañías anónimas familiares cerradas en el Ecuador, de modo que estas compañías se desempeñan económicamente conforme reglas que imponen el respeto de intereses, ejercen control sobre su giro de negocio y que ponen a su alcance un modelo contractual para gestionarse.

Este modelo contractual que es descrito por la teoría de agencia se fundamenta en la separación de la propiedad y el control de las sociedades anónimas familiares cerradas, la autonomía de la voluntad, la autorregulación y la libertad de contratación, principios reconocidos y amparados en el ordenamiento jurídico ecuatoriano. Estos elementos convergen en una relación contractual que involucra a los órganos de propiedad y control, de modo que los primeros delegan la gestión de la sociedad anónima familiar a los segundos con el fin de conseguir la maximización de su valor en el mercado.

A pesar de las ventajas de la teoría de agencia, esta presenta problemas que surgen de asimetrías informativas entre los dos órganos de las sociedades anónimas familiares.

Sin embargo, el gobierno corporativo y el pacto parasocial ayudan a regular la relación contractual y los problemas que surgen de la aplicación de la teoría de agencia y previenen la existencia de desigualdades en este modelo contractual ya que el primer instrumento se conforma de normas principios y reglas aplicables al interior de las compañías, mientras que el segundo instrumento regula de manera específica las relaciones entre los individuos que conforman a sus dos órganos con el propósito de satisfacer sus intereses mediante la autorregulación y la autonomía de su voluntad.

La comprensión y apego a las reglas de la realidad social mencionadas anteriormente, la aplicación de la teoría de agencia como un modelo contractual que beneficia la gestión de las compañías anónimas familiares y el empleo del buen gobierno corporativo y los pactos parasociales como contrapesos de las fallas que presenta la delegación de su gestión les permiten ingresar al mercado bursátil sin que el grupo familiar pierda su control y maximicen su valor en el mercado.

Por lo tanto, aquella compañía anónima familiar cerrada que quiera participar en el mercado de valores deberá realizar una oferta pública obligatoria de adquisición de acciones, operación jurídica regulada en Ley de Mercado de Valores que permite a la sociedad mercantil obtener el financiamiento para maximizar su valor mediante la capitalización de sus valores con la desintermediación financiera. Este es el resultado de un proceso de toma de decisiones en el cual se puede emplear los pactos parasociales como instrumentos que unan la voluntad de todos sus miembros, respetando los intereses de cada uno y el uso de buen gobierno corporativo para establecer los medios por los cuales se lleguen a estos acuerdos internos en la sociedad.

Otro instrumento que permite la maximización del valor de las C.A.F.C. al regular los problemas de agencia es el buen gobierno corporativo. De acuerdo con la Resolución de la Superintendencia de Compañías, este instrumento conformado por normas,

principios y reglas autoimpuestas por los miembros de estas sociedades permite regular las relaciones entre el órgano de control y de posesión, así como el control de la entrega de información (en general) de las C.A.F.C. que el mercado bursátil puede usar para tomar la decisión de invertir en ellas o no. De este modo, las C.A.F.C. pueden utilizar los parámetros de buen gobierno corporativo contenidos en La Resolución para entregar información al mercado y fijar el modo en que regularán sus relaciones internas.

La normativa ecuatoriana en los artículos 191 de la Ley de Compañías y 192 de la Ley de Mercado de Valores reconoce a los pactos entre accionistas, sin embargo, no regula sus efectos jurídicos ni naturaleza, lo cual es importante al determinarlo como un elemento que ayude a maximizar el valor de las C.A.F.C. Consecuentemente, los principios de libertad de contratación y autonomía de la voluntad, previstos en el ordenamiento jurídico ecuatoriano y empleados bajo principios y normas de buen gobierno corporativo aplicadas por las C.A.F.C. son la base de este instrumento.

Por lo tanto, el uso conjunto de los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo, aplicados para enfrentar los problemas de agencia, respetando las reglas de juego del mercado bursátil posibilitará la maximización de su valor. Asimismo, la anexión de este instrumento a las escrituras de constitución o estatutos sociales y la publicación de los convenios entre socios que hayan llevado a las compañías a ofertar sus valores en bolsa junto con la información del prospecto –documento que contiene la información necesaria para ofertar sus valores- es decir, la publicidad de este instrumento en el evento de su ingreso al mercado bursátil, funciona como control del cumplimiento del interés social, le otorga validez y por lo tanto oponibilidad frente a sus suscriptores.

VII RECOMENDACIONES

A pesar de las recientes reformas realizadas a los artículos que contemplan los pactos parasociales, aspectos como su naturaleza, objeto y efectos jurídicos no han sido considerados de manera satisfactoria, por lo tanto, con el fin de que los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo sean empleados para maximizar el valor de las C.A.F.C. mediante su ingreso al mercado bursátil se plantean las siguientes recomendaciones:

Ya que la Resolución número SCVS-INC-DNCDN-2020-0013 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros recoge a los pactos parasociales como parte del buen gobierno corporativo, la utilización de pactos parasociales derivados de la aplicación de las normas propuestas por la Resolución permitirá a las C.A.F.C. solucionar el *problema de agencia* que surgen de la delegación de su control para participar en el mercado bursátil, lo cual finalmente les permitirá acceder al financiamiento por emisión de valores y ello maximizará su valor en el mercado.

De este modo, las C.A.F.C., mediante un pacto parasocial suscrito por todos sus accionistas podrían implementar medidas de buen gobierno corporativo como la creación de una Directiva. Esta Directiva podría estar compuesta por un representante del órgano gerencial, uno del órgano de posesión y un asesor empresarial con experiencia en el sector comercial de la compañía. Asimismo, tendría como primer objetivo proveer una organización interna que propicie a su vez la generación de nuevos pactos parasociales que contengan las condiciones bajo la cuales se cotizarán sus acciones en bolsa y que controlen las actividades de los dos órganos principales vinculadas al manejo del financiamiento (mediante la bolsa de valores con miras a potenciar su giro de negocio). Este tipo de pactos parasociales establecerían el precio de las acciones, la cantidad que

ofertarían en bolsa. Además, la condición fundamental de que aquellos que adquieran las acciones deberán -necesariamente- suscribir el pacto parasocial inicial.

La utilización conjunta de medidas de buen gobierno corporativo como instrumentos para distribuir las funciones del órgano de gestión (administrador) y de propiedad (accionistas) y, el uso de pactos parasociales de organización para converger los intereses y voluntades de todos los socios permitirá a las C.A.F.C. reglamentar su organización, funcionamiento y toma de decisiones, es decir, permitirá que establezcan reglas de juego (privadas, es decir, mecanismos de -alternativos- de autorregulación”) para enfrentar los problemas de agencia, ingresar al mercado bursátil y finalmente conseguir el financiamiento que les permita maximizar su valor.

La anexión del pacto parasocial a los documentos de las C.A.F.C. crea entre estos una relación de accesoriidad en la medida que, al unir este instrumento a los estatutos o escritura de constitución, se modifican las normas que regulan su naturaleza, objeto y fin. Al utilizarse este cambio para corregir las limitaciones de las escrituras de las C.A.F.C., se genera una conexión, por lo que su anexión permitirá a los socios verificar los cambios que estos convenios producen en las relaciones internas de la sociedad e incluso en la manera que esta se gestiona, ya que los pactos parasociales, en función a los mencionados principios de derecho civil y su efecto modificador sobre las escrituras, debe utilizarse para acordar sobre su gerencia, lo que se significa afrontar los problemas de agencia que surjan en las C.A.F.C. y eso les permitirá maximizar su valor en el mercado.

La anexión y relación de accesoriidad entre el pacto parasocial y los estatutos y escritura de constitución de las C.A.F.C. produce el efecto jurídico de oponibilidad de este instrumento, por lo que es necesario considerar que, estos efectos se controlen con su publicidad.

En este sentido, es importante prever la publicidad de los pactos parasociales, principalmente en dos escenarios: al interior de la compañía y al exterior de la compañía como requisito de oponibilidad de los pactos parasociales. Establecer la publicidad del pacto parasocial al interior de la compañía como requisito de su oponibilidad ante los miembros de una C.A.F.C. es necesario en la medida que así se podrá ejercer un control interno del contenido y efectos de este, de manera que los accionistas que no han suscrito el pacto controlen que el instrumento integre el interés social entendido en este caso como el interés de los accionistas y el órgano de control. Esto se logrará con la celebración del pacto parasocial en las oficinas donde gerencia desarrolla sus funciones.

Por otro lado, la publicidad externa del pacto parasocial como requisito de su oponibilidad ante la sociedad o *stakeholders* permitirá que sus efectos no produzcan una afectación al mercado de valores. Una afectación de este tipo puede ocurrir, por ejemplo, con la suscripción de un convenio entre accionistas que limita la transmisión de acciones puede alterar el precio y afectar la liquidez de los valores y así afectar a inversionistas. De este modo, añadir la inscripción del pacto parasocial en el Registro Mercantil (ya que se ha anexo a los estatutos y escritura de constitución) o su publicación en las instituciones que este tenga efectos, como las bolsas de valores, como requisito de su oponibilidad permitirá que se protejan los intereses de *stakeholders* que pueden afectarse por este instrumento.

Incluso al emplear los principios y nociones como los de autonomía de la voluntad (autonomía privada), libertad de contratación y autorregulación para adecuar a los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo al propósito de maximizar el valor de las C.A.F.C. como se ha planteado, debido a la falta de regulación a través de normativa legal especializada, las siguientes recomendaciones permitirán crear un marco legal que

posibilite a estas compañías el objetivo propuesto en la presente investigación financiarse con el mercado bursátil.

En este sentido, la reforma de los artículos 191 de la Ley de Compañías y 192 de la Ley de Mercado de Valores permitirá que, los pactos parasociales determinados en la Resolución número SCVS-INC-DNCDN-2020-0013 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros puedan ser aplicados bajo preceptos de ley adecuados y sean utilizados conforme su finalidad de instrumentos coadyuvantes a la maximización del valor de las C.A.F.C. y la mejora de su competitividad en el mercado. Esta reforma deberá contener el desarrollo de su marco legal, en la medida que los convenios extraestatutarios, al tener una naturaleza *sui generis*, necesitan de la determinación legal de su alcance, así como el de sus obligaciones con la intención de que los accionistas conozcan con claridad las situaciones en las que podrán suscribir un pacto entre socios y los alcances de las obligaciones que determinarán en el instrumento jurídico.

Independientemente de que el Estado ecuatoriano realice las reformas indicadas anteriormente, la creación de una campaña de publicidad y socialización de los beneficios que contienen los pactos parasociales y el buen gobierno corporativo, en la que participen organizaciones del sector privado como cámaras de comercio, bolsas de valores, gremios de empresarios ¹⁴⁷ e instituciones del sector público tales como el Ministerio de Finanzas, Ministerio de Industria y Producción y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y a otras vinculadas con actividades de comercio, promoverá el conocimiento de las Normas Ecuatorianas de Buen Gobierno Corporativo contenidas en la Resolución número SCVS-INC-DNCDN-2020-0013 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, publicidad que se podrá realizar por medios electrónicos (páginas web), medios físicos (como la repartición de panfletos o volantes) y la elaboración de eventos de promoción de estas medidas.

Respecto al sector privado, exhortar a la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil para que generen un segmento de mercado en el que se incluya a compañías que cumplan con BGC promoverá al mercado a invertir en compañías cuya organización interna cuenta con una estructura determinada por las recomendaciones de las Normas Ecuatorianas de Buen Gobierno Corporativo contenidas en la mencionada Resolución.

VIII BIBLIOGRAFÍA

- Adad, C. (2012). *El Protocolo Familiar como Acuerdo Parasocial. Su Trascendencia en las Empresas de Familia*. (Tesis de maestría). Universidad Austral: Buenos Aires, Argentina. Recuperado de: <http://www.todaviasomos pocos.com/wp/wp-content/uploads/2012/06/EL-PROTOCOLO-FAMILIAR-COMO-ACUERDO-PARASOCIAL.-SU-TRASCENDENCIA-EN-LAS-EMPRESAS-DE-FAMILIA.pdf>
- Araya, T. (2011). Reflexiones sobre los Acuerdos de Accionistas. Problemática de la libertad de contenido, oponibilidad e incumplimiento. *Revista Argentina de Derecho Empresario*, (9), (pp.173-200). Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3964980>
- Arrubla, J. (1987). *La autonomía de la voluntad y derecho comercial*. Recuperado de: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj4vLWl48HtAhWhtkKHeXvChUQFjACegQIAhAC&url=https%3A%2F%2Fdialnet.unirioja.es%2Fdescarga%2Farticulo%2F5483951.pdf&usq=AOvVaw3hzXTpXW7hKGq9UdsLAeRC>
- Asamblea Nacional del Ecuador. Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado de Valores. (18 de abril de 2017). R. O. 215 de 22 de febrero de 2006.
- Asamblea Nacional del Ecuador. Ley de Compañías. (28 de febrero de 2020). R. O. 312 de 05 de noviembre de 1999.
- Atkins, S. y Luck, K. (05 de diciembre de 2019). *Shareholder Primacy Already Requires Directors to Actively Consider Non-Shareholder Interests*. The debate with a false premise and the downside of law reform. *Enterprise Governance eJournal*, 1 (1), (pp.1-15). Recuperado de: <https://egej.scholasticahq.com/article/11157-shareholder-primacy-already-requires-directors-to-actively-consider-non-shareholder-interests>
- Bermúdez-Barezueta, N. y Camino-Mogro, S. (2018). Las Empresas Familiares en el Ecuador: Definición y aplicación metodológica. *X-Pedientes Económicos*, 2 (3), (pp. 46-72). Recuperado de: https://ojs.supercias.gob.ec/index.php/X-pedientes_Economicos/issue/view/3
- Bernet, M. (2004). El gobierno en las sociedades abiertas. *Revista de derecho (Valdivia)*, 16. DOI: <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-09502004000100002>
- Beyer, V. y Corkery J. F. (14 de mayo de 2019). Opening Our Eyes to the Blind Pursuit of Profit – Adjusting Attitudes on Corporate Governance. *Enterprise Governance eJournal*, 1 (1), (pp. 1-11). Recuperado de:

- <https://eje.scholasticahq.com/article/8350-opening-our-eyes-to-the-blind-pursuit-of-profit-adjusting-attitudes-on-corporate-governance>
- Binz, C. (2020). Addressing the theory-practice divide in family business research: The case of shareholder agreements. *Journal of Family Business Strategy*. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100395>
- Bolsa de Valores de Quito (s. f.). *Historia Institucional*. Recuperado de: <https://www.bolsadequito.com/index.php/historia-institucional2>
- Bonmatí, J. (2011). Los Pactos Parasociales. *Cont4bl3*, (40), (pp.16-21).
- Bour, E. (s. f.). INSTITUCIONES, por Douglass C. North. *Ebour*. Recuperado de: <http://ebour.com.ar/pdfs/Instituciones,%20de%20Douglass%20North.pdf>
- Bueno, J. y Santos, D. (2012). Teoría de la agencia en la determinación de la estructura de capital: casos sectores económicos del Departamento del Valle del Cauca. *Revista Prolegómenos – Derecho y Valores*, 15 (30), (pp. 161-176). Recuperado de: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=87625443009>
- Burneo, J (2019). Libertad de Contratación. *Derecho Ecuador*. Recuperado de: <https://derechoecuador.com/libertad-de-contratacion>
- Bylund, L. (2012). *Ronald Coase's "Nature of the firm" and the argument for economic planning*.
- Cacciani, C. (2013). *Aplicabilidad de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en el Ecuador*. (Tesis de titulación). Universidad de las Américas: Quito, Ecuador.
- Camargo-Agudelo, M. (2017). Los Pactos de Socios en el Derecho Colombiano. *Vniversitas*, (135), (pp.19-51). DOI: [10.11144/Javeriana.vj135.psd](https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj135.psd)
- Castaño, G. (1999). *Teoría de la agencia y sus aplicaciones*. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/288823955_Teoria_de_la_agencia_y_sus_aplicaciones
- César, J. (2012). Libertad de Contratación, Orden Público y sus repercusiones en el ámbito de la Arbitrariedad. *Revista para el Análisis del Derecho*, (pp. 1-31). Recuperado de: https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/898_es.pdf
- Coase, R. (2013). The Nature of the Firm. *Economica*, 4 (16), (pp. 386-405). Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2626876>
- Córdoba, P. (2014). *El Derecho de Sociedades y el Gobierno de la Sociedad Anónima: El Interés Social, Órganos, Accionistas y Administradores*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia

- Crespí, R. y García, M. (2002). Propiedad y Control: Una perspectiva europea. *Ekonomiaz*, 50 (2), (pp. 110-137).
- Crespí, R. y Jansson, E. (2004). Estructura de la Propiedad en las Grandes Sociedades Anónimas por Acciones: Evidencia Empírica Española en el Contexto Internacional. *Document de Treball*, 4 (3), (pp. 1-41). Recuperado de: https://ddd.uab.cat/pub/worpaper/2004/hdl_2072_361179/WPDEE_2004_3.pdf
- Dirección Nacional de Investigación y Estudios. Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2016). *Emisión y Oferta Pública de Valores en el Ecuador*. Quito, Ecuador: (s.ed.)
- Dravis, B. (14 de agosto de 2018). American Bar Association. Business Law Today. *Director Independence and the Governance Process*. Recuperado de: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2018/08/05_dravis/
- Embid, J. (2013). Aspectos conceptuales y tipológicos de la regulación de las sociedades de capital en el Derecho Español. *Revista chilena de derecho*. 40 (2). Recuperado de: https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-34372013000200004
- Embid, J. (2015). ¿Hacia un nuevo derecho de sociedades? Reflexiones desde el derecho español. *Revista E-Mercatoria*. 14 (1). DOI: <https://doi.org/10.18601/16923960.v14n1.01>
- Favier, E. y Favier, E. (2013). Sindicación de acciones y convenios privados entre los socios. Valor legal y necesaria implementación. *Errepar, DSE*, XXV (304), (p.1-19). Recuperado de: <http://www.favierduboisspanolo.com/fds2/wp-content/uploads/2013/02/Sindicacion-de-acciones-y-convenios-privados-entre-los-socios.-Valor-legal-y-necesaria-implementaci%C3%B3n.pdf>
- Feler, A. (2015). Soft Law como herramienta de adecuación del Derecho Internacional a las Nuevas Configuraciones. *Lecciones y Ensayos*, (95), (pp.281-303).
- Fridman, S. (2007). *La autonomía de la voluntad en la determinación del contenido del contrato social*. X Congreso Argentino de Derecho Societario. La Falda, Argentina.
- Gindis, D., Veldman, J. y Willmott, H. (2020). Convergent and divergent trajectories of corporate governance. *Competition & Change*, 24 (5), (pp. 399-407). Recuperado de: <https://doi.org/10.1177/1024529420944017>

- Grace, S., Koski-Grafer, S. y Lawrence Prendergast, S. (16 de enero de 2018). American Bar Association. Business Law Today. *Corporate Governance and Information Gaps: Importance of Internal Reporting for Board Oversight*. Recuperado de: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2018/01/governance/
- Henaó, L. (2013). Los pactos parasociales. *Revista de Derecho Privado*, 25.
- Hobaugh, R. Jr. (14 de febrero de 2019). American Bar Association. Business and Corporate Litigation Committee Newsletter. *Pennsylvania Requires Insurers to File Annual Corporate Governance Disclosures*. Recuperado de: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/committee_newsletters/bcl/2019/201902/fa_1/
- Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos, INEC (2020). *Directorio de Empresas y Establecimientos 2019*. Recuperado de: https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Estadisticas_Economicas/DirectorioEmpresas/Directorio_Empresas_2019/Principales_Resultados_DIEE_2019.pdf
- Jara, R. (2001). Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada. *Revista Chilena de Derecho*, 28 (1), (pp. 87-111).
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, (pp. 305-360).
- Jentsch, V. (31 de enero de 2019). Board Composition, Ownership Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Switzerland. *European Business Organization Law Review*, 20 (2), (pp. 203-254). Recuperado de <https://doi.org/10.1007/s40804-018-00128-6>
- López, D. (2012). La autorregulación en ámbito de las sociedades cotizadas: Notas en torno al buen gobierno corporativo en España y Europa. *Consensus*, 17 (1), (pp. 75-86). Recuperado de <http://revistas.unife.edu.pe/index.php/consensus/article/view/937/850>
- Lotero, M. y Zuluaga, F. (2010). *Los Problemas de Agencia en Materia Societaria: Análisis Comparado*. (Trabajo de grado). Universidad EAFIT, Escuela de Derecho: Medellín, Colombia.
- Maldonado, P. (2017). Pactos Parasociales: Naturaleza y Eficacia Jurídica. Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio (ed). *Cuadernos de Derecho y Comercio. Extraordinario*, (pp. 257-295).

- Manasliski, N. y Varela, L. (2009). Teoría de la Agencia: evidencia empírica en firmas uruguayas. *Quantum*, 4 (2), (pp. 48-63). Recuperado de: <http://biblioteca.fcea.edu.uy/QUANTUM/Vol4/No2/Manasliski.pdf>
- Martínez-Cortés, J. (2017). Conflictos más frecuentes en el marco de la Empresa Familiar y su prevención. En Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio (ed), *Cuadernos de Derecho Comercio. Extraordinario* (pp.756-851).
- Martínez, J. (2017). *Los pactos parasociales*. Madrid: Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A.
- Mejía, M. D. (2014). Los acuerdos de accionistas. Evolución y aplicación en Colombia. Revista de Derecho Privado, (52), (pp. 1-30). Recuperado de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033223011>
- Morales, A. (s. f.). Los problemas de agencias y las soluciones reales. *Agnitio*. Recuperado de: <http://agnitio.pe/articulo/los-problemas-de-agencia-y-las-soluciones-legales/>
- North, D. (1993). *Economic Performance through Time*. Recuperado de: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1993/north/lecture/>
- Norton, M. (01 de mayo de 2019). American Bar Association. Business Vision Newsletter. *Shareholders' Agreements: Recent Lessons From The Delaware Courts*. Recuperado de: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/committee_newslatters/mmsb/2019/201905/shareholders/
- Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa. Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador y Alianza para el Emprendimiento y la Innovación. (2019). *AEI INDEX 2019*. Recuperado de: <https://www.uasb.edu.ec/web/observatorio-pyme/aei-index>
- Pastore, B. (2014). Soft Law y la Teoría de las Fuentes del Derecho. *Soft Power. Revista euro-americana de teoría e historia de la política*, 1 (1), (pp.75-89).
- Paz-Ares, C. (2011). La Cuestión de la Validez de los Pactos Parasociales. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, (Extraordinario 1), (pp. 252-256)
- Peña, D. (2017). *Validez del convenio de accionistas en Ecuador*. (Tesis de maestría). Quito, Ecuador: Universidad Andina Simón Bolívar Sede Ecuador. Recuperado de: <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/5467/1/T2174-MDFBS-Peña-Validez.pdf>

- Prado, G. (1998). El pensamiento económico de Douglass C. North. *Laissez-Faire*, (9), (pp. 13-32).
- Salgado, R. (2016). La Sociedad o Compañía Anónima. *Derecho Ecuador*. Recuperado de: <https://www.derechoecuador.com/la-sociedad-o-compania-anonima>
- Sánchez-Calero, J. (2006). Creación de valor, interés social y responsabilidad sociales corporativa. En A. Rodríguez Artigas y otros (eds), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas* (pp. 851-913). Madrid, España.
- Sperber, D. (2007). Gobierno Corporativo, ¿en el Ecuador? *Iuris Dictio. Revista de Derecho*, 7 (10), (pp.73-94).
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Normas Ecuatorianas para el Buen Gobierno Corporativo. [Resolución No. SCVS-INC-DNCDN-2020-0013]. (01 de septiembre de 2020). R. O. 1076 del 25 de septiembre de 2020.
- The Committee on the Financial Aspects and Corporate Governance, Gee and Co. Ltd. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Londres, Gran Bretaña: Burgess Science Press.
- Torres, T., Buitrago, M., Vélez, P., Parra, J. y Valencia, J. (2013). La teoría de la agencia: El caso de la universidad privada en la ciudad de Manizales. En *Teoría de la agencia: aplicación empírica* (pp. 53-76). Manizales, Colombia.
- Triolo, I. (2013). Los pactos de socios son oponibles a los terceros (... y a los no tanto). En Centro de Publicaciones Universidad Argentina de la Empresa (ed), *XII Congreso Argentino de Derecho Societario VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa* (pp. 517-528). Buenos Aires: Ediciones UADE - Universidad Argentina de la Empresa.
- Trujillo, A. y Guzmán, A. (2017). *Emisores de Valores & Gobierno Corporativo: Un Análisis a las Encuestas de Código País 2007-2014*. Bogotá, Colombia: CESA-Colegio de Estudios Superiores de Administración
- Tsagas, G. (2020). A Proposal for Reform of EU Member States' Corporate Governance Codes in Support of Sustainability. *Sustainability*, 12 (10), (pp. 1-25). Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.3390/su12104328>
- Vásquez-Palma, M. y Vidal-Olivares, A. (2016). Aplicación de los principios de gobiernos corporativos a sociedades no cotizadas en Chile. Una aproximación desde el derecho societario europeo y comparado. *Vniversitas*, 65 (133), (pp. 383-444). DOI: [10.11144/Javeriana.vj133.apgc](https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj133.apgc)

- Vidal, F. (1987). La oferta pública de valores. *Themis. Revista de Derecho*, (9), (pp. 15-25).
- Zuluaga, F. y Lotero, M. (2010). *Los problemas de agencia en materia societaria: análisis comparado*. (Tesis de grado). Universidad EAFIT.

IX. TABLAS

Tabla 1. Compañías Ecuatorianas por Estructura de Posesión.

Compañías Ecuatorianas por Estructura de Posesión	Año 2018
Compañías Familiares	127,870
Compañías No Familiares	785,486
Total	913,536

Tabla 2. Evolución del Número de Empresas en Ecuador.

Evolución del Número de Empresas en Ecuador	Periodo 2012-2019
2012	789,983
2013	875,447
2014	898,888
2015	887,393
2016	872,819
2017	911,307
2018	913,356
2019	882,766

X. GRÁFICOS

Gráfico 1. Empresas familiares en el Ecuador.



Gráfico 2. Evolución del número de Empresas en Ecuador.



Gráfico 3. Representación de actores y relaciones en desintermediación financiera.

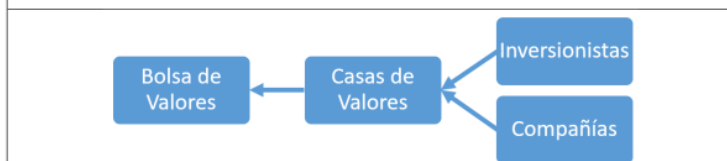
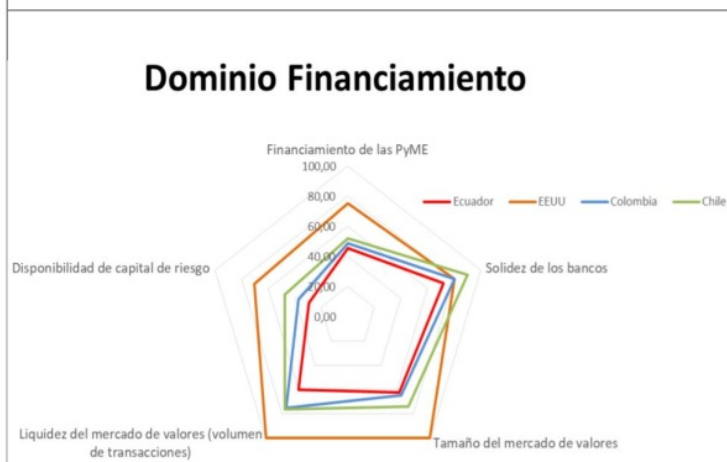


Gráfico 4. Dominio Financiamiento.

XI. ANEXOS

11.1. Banco de preguntas]

PROYECTO V

MEJORA REGULATORIA EN ECUADOR Y PERÚ

INVESTIGACIÓN FORMATIVA

GRUPO DE DERECHO ECONÓMICO – PONTIFICIA UNIVERSIDAD

CATÓLICA DEL ECUADOR (GIDE PUCE)

SUBPROYECTO “PACTO ENTRE ACCIONISTAS Y BUEN GOBIERNO CORPORATIVO, INSTRUMENTOS PARA POTENCIAR LAS COMPAÑÍAS ANÓNIMAS CERRADAS”

Investigador: José Carlos Portilla Ruiz

Director: Rubén Méndez Reátegui

1. ¿Cree que el buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas pueden constituir instrumentos para potenciar las compañías anónimas cerradas en el mercado?
2. ¿En su jurisdicción, se podría afirmar que las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran recogidas en alguna normativa (especial) o código?
3. ¿Cuáles son las prácticas de buen gobierno corporativo más comunes aplicadas por la administración de las compañías anónimas en su jurisdicción? En lo que respecta a las compañías anónimas cerradas: ¿Las prácticas de buen gobierno corporativo son de cumplimiento obligatorio? ¿Son impuestas por una organismo regulador (superintendencia)?

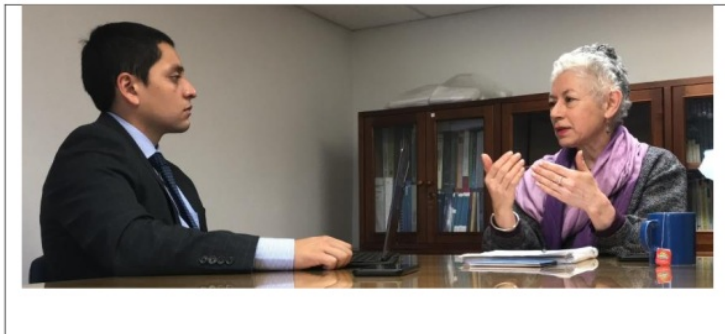
4. ¿Existen sanciones aplicables a las personas jurídicas (mercantiles) que no acaten ni pongan en práctica el buen gobierno corporativo?
5. ¿Cree que el buen gobierno corporativo es la mejor herramienta para solucionar los problemas que surgen de la separación entre propiedad y administración de las compañías?
6. Desde el punto de vista jurídico, ¿Cómo definiría los pactos entre accionistas? ¿De qué tipo son los pactos entre accionistas reconocidos en su legislación?
7. ¿De qué manera se podría integrar al buen gobierno corporativo y los pactos entre accionistas ¹³⁵ en la toma de decisiones respecto a la oferta pública de adquisición de acciones?

11.2.1 FOTOGRAFÍAS DE ENTREVISTAS

11.2.2. Entrevista con Doctor Salvatore Tolone Azzariti por plataforma de video conferencia



11.2.3. Entrevista con Docta Constanza Blanco Barón



11.2.4. Entrevista con Doctor Jorge Núñez Grijalva por plataforma de video conferencia



11.2.5. Entrevista con Jesús Alfaro Águila-Real por plataforma de video conferencia

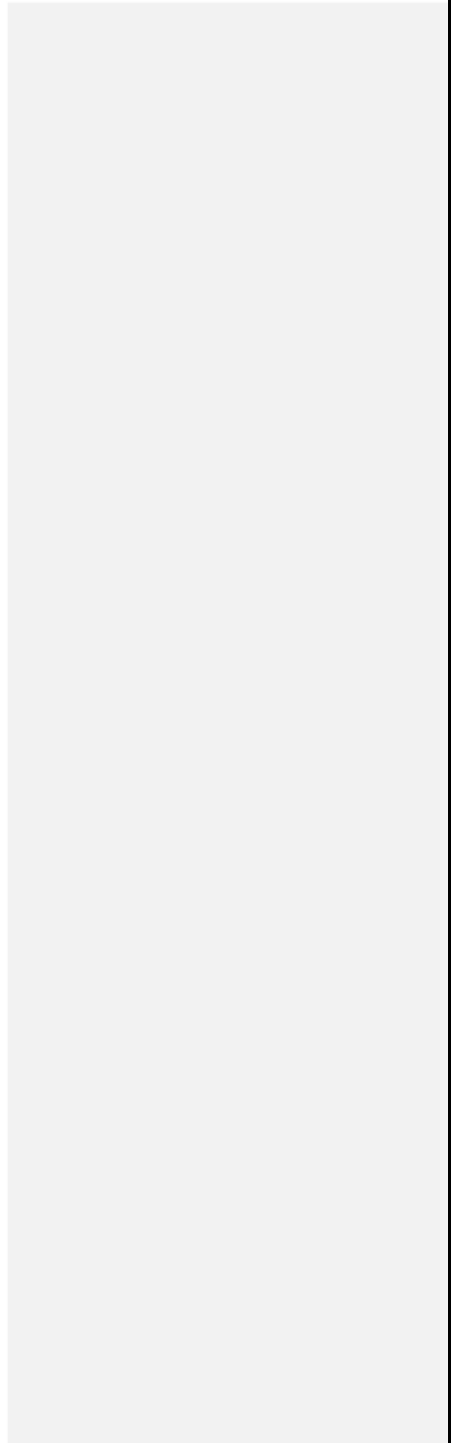


11.2.6. Entrevista con Vládik Aldea Correa por plataforma de video conferencia



11.2.7. Entrevista con Doctor Edison Paul Tabra Ochoa por plataforma de video conferencia





DISERTACION

ORIGINALITY REPORT

2%

SIMILARITY INDEX

2%

INTERNET SOURCES

0%

PUBLICATIONS

0%

STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1

Submitted to Universidad San Francisco de Quito

Student Paper

<1%

2

www.clubensayos.com

Internet Source

<1%

3

ambito-financiero.com

Internet Source

<1%

4

Submitted to Universidad Estatal a Distancia

Student Paper

<1%

5

hn.vlex.com

Internet Source

<1%

6

Javier Solano, Segundo Camino-Mogro, Grace Armijos-Bravo. "Intra-banking competition in Ecuador: new evidence using panel data approach", Journal of Economics, Finance and Administrative Science, 2020

Publication

<1%

7

Submitted to UNIV DE LAS AMERICAS

Student Paper

<1%

8	ingenieria.ute.edu.ec Internet Source	<1%
9	www.concurrences.com Internet Source	<1%
10	www.unife.edu.pe Internet Source	<1%
11	www.bcmdp.com.ar Internet Source	<1%
12	tesis.pucp.edu.pe Internet Source	<1%
13	www.ecs.human.ucv.ve Internet Source	<1%
14	www.estudiopaciello.com.py Internet Source	<1%
15	institucional.cope.es Internet Source	<1%
16	www.amcseguros.com.ec Internet Source	<1%
17	Submitted to Australian Catholic University Student Paper	<1%
18	Submitted to ESADE Student Paper	<1%
19	Submitted to Universidad Autónoma de Madrid Student Paper	<1%

<1%

20

Submitted to Universidad Continental

Student Paper

<1%

21

pagosimple.com

Internet Source

<1%

22

stage.edx.org

Internet Source

<1%

23

www.cre.gob.mx

Internet Source

<1%

24

www.universilibros.com

Internet Source

<1%

25

Submitted to Pontificia Universidad Catolica del Peru

Student Paper

<1%

26

Submitted to Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas

Student Paper

<1%

27

reunir.unir.net

Internet Source

<1%

28

revistas.rcaap.pt

Internet Source

<1%

29

www.cig.org.ec

Internet Source

<1%

30

www.memoria.com.mx

Internet Source

<1%

31

www.portalcooperativo.coop

Internet Source

<1%

32

www.slideshare.net

Internet Source

<1%

33

www.socsal.org.ve

Internet Source

<1%

34

acnudh.org

Internet Source

<1%

35

google.redalyc.org

Internet Source

<1%

36

hec-cloud01.segi.ulg.ac.be

Internet Source

<1%

37

lafacu.com

Internet Source

<1%

38

mx.invertia.com

Internet Source

<1%

39

revista.uclm.es

Internet Source

<1%

40

ww2.unhabitat.org

Internet Source

<1%

41

www.camcomerciocartagena.org

Internet Source

<1%

42

www.ccam.org.ar

Internet Source

<1%

43

www.elcomercio.com

Internet Source

<1%

44

www.lawinsider.com

Internet Source

<1%

45

www.mazalan.com

Internet Source

<1%

46

www.semarnat.gob.mx

Internet Source

<1%

47

Submitted to Universidad Carlos III de Madrid

Student Paper

<1%

48

andreamomez8.wixsite.com

Internet Source

<1%

49

bib.minjusticia.gov.co

Internet Source

<1%

50

biblioteca.iaen.edu.ec

Internet Source

<1%

51

booksreadr.net

Internet Source

<1%

52

cyberleninka.org

Internet Source

<1%

53 docs.google.com <1 %
Internet Source

54 economia-empresa.blogs.uoc.edu <1 %
Internet Source

55 farn.org.ar <1 %
Internet Source

56 html.rincondelvago.com <1 %
Internet Source

57 news.bbc.co.uk <1 %
Internet Source

58 pdfs.semanticscholar.org <1 %
Internet Source

59 revistas.ustabuca.edu.co <1 %
Internet Source

60 tesoreria.michoacan.gob.mx <1 %
Internet Source

61 www.bcu.gub.uy <1 %
Internet Source

62 www.boletin-turistico.com <1 %
Internet Source

63 www.bolsamadrid.net <1 %
Internet Source

64 www.bvl.com.pe

Internet Source

<1%

65

www.ccneiva.org

Internet Source

<1%

66

www.cfia.or.cr

Internet Source

<1%

67

www.cien.org.gt

Internet Source

<1%

68

www.clubeconomico.com

Internet Source

<1%

69

www.consultatio.com.ar

Internet Source

<1%

70

www.cra.gov.co

Internet Source

<1%

71

www.derechocomercial.edu.uy

Internet Source

<1%

72

www.ecoplan.org

Internet Source

<1%

73

www.estrucplan.com.ar

Internet Source

<1%

74

www.fedesarrollo.org.co

Internet Source

<1%

75

www.gazaposjuridicos.com

Internet Source

<1%

76 www.juridicas.unam.mx <1%
Internet Source

77 www.llacta.org <1%
Internet Source

78 www.mef.gob.pa <1%
Internet Source

79 www.metrocuadrado.com <1%
Internet Source

80 www.notinet.com.co <1%
Internet Source

81 www.powershow.com <1%
Internet Source

82 www.presidencia.gub.uy <1%
Internet Source

83 www.rbcprivatebanking.com <1%
Internet Source

84 www.revistaespacios.com <1%
Internet Source

85 www.seaic.es <1%
Internet Source

86 www.ukincorp.co.uk <1%
Internet Source

87 www.uprrp.edu

Internet Source

<1%

88

www.veneabogados.com

Internet Source

<1%

89

wwwapp.iese.edu

Internet Source

<1%

90

Enrique Ogliastri. "Editorial: innovation in Latin America", Academia Revista Latinoamericana de Administración, 2013

Publication

<1%

91

Www.entrepreneur.com

Internet Source

<1%

92

acpo.fsv.cuni.cz

Internet Source

<1%

93

centros.uv.es

Internet Source

<1%

94

cicad.oas.org

Internet Source

<1%

95

dev.competitionpolicyinternational.com

Internet Source

<1%

96

diariomedico.com

Internet Source

<1%

97

disenowebgrancanaria.blogspot.com

Internet Source

<1%

98	e15initiative.org Internet Source	<1%
99	edoc.pub Internet Source	<1%
100	elcomercio.pe Internet Source	<1%
101	elpais.com Internet Source	<1%
102	es.scribd.com Internet Source	<1%
103	expansion.mx Internet Source	<1%
104	franchiseborsasi.blogspot.com Internet Source	<1%
105	galdomara.wordpress.com Internet Source	<1%
106	hdl.handle.net Internet Source	<1%
107	imvalores.com Internet Source	<1%
108	independent.typepad.com Internet Source	<1%
109	indiciumnace.wordpress.com Internet Source	<1%

110	lanota.com.co Internet Source	<1%
111	prezi.com Internet Source	<1%
112	redclade.org Internet Source	<1%
113	revistas.uexternado.edu.co Internet Source	<1%
114	rincon.uam.es Internet Source	<1%
115	uvadoc.uva.es Internet Source	<1%
116	www.bancobajio.com.mx Internet Source	<1%
117	www.cepal.org Internet Source	<1%
118	www.chileunido.cl Internet Source	<1%
119	www.clgroup.cl Internet Source	<1%
120	www.comerciotorrelavega.com Internet Source	<1%
121	www.cpn.com.pe	

Internet Source

<1%

122 www.dogma.com.pe
Internet Source

<1%

123 www.empleo.universia.es
Internet Source

<1%

124 www.interrogantes.org
Internet Source

<1%

125 www.laip.culiacan.gob.mx
Internet Source

<1%

126 www.laopiniondecabra.com
Internet Source

<1%

127 www.monografias.com
Internet Source

<1%

128 www.mscperu.org
Internet Source

<1%

129 www.nacion.co.cr
Internet Source

<1%

130 www.oalib.com
Internet Source

<1%

131 www.ocs.gobierno.pr
Internet Source

<1%

132 www.pergaminovirtual.com.ar
Internet Source

<1%

133 www.proz.com Internet Source <1%

134 www.rankia.pe Internet Source <1%

135 www.reinformex.org Internet Source <1%

136 www.rg-rechtsgeschichte.de Internet Source <1%

137 www.sabiia.cnptia.embrapa.br Internet Source <1%

138 www.sic.gov.co Internet Source <1%

139 www.sice.oas.org Internet Source <1%

140 www.suiversion.com Internet Source <1%

141 www.superintendencia.gob.ni Internet Source <1%

142 www.titularizadora.com Internet Source <1%

143 www.ub.edu.ar Internet Source <1%

144 www.uladech.edu.pe

Internet Source

<1%

145

www.uned.ac.cr

Internet Source

<1%

146

www.wainhouse.com

Internet Source

<1%

147

www.webdominicano.com

Internet Source

<1%

Exclude quotes Off

Exclude matches Off

Exclude bibliography Off

DISERTACION

GRADEMARK REPORT

FINAL GRADE

/0

GENERAL COMMENTS

Instructor

PAGE 1

PAGE 2

PAGE 3

PAGE 4

PAGE 5

PAGE 6

PAGE 7

PAGE 8

PAGE 9

PAGE 10

PAGE 11

PAGE 12

PAGE 13

PAGE 14

PAGE 15

PAGE 16

PAGE 17

PAGE 18

PAGE 19

PAGE 20

PAGE 21

PAGE 22

PAGE 23

PAGE 24

PAGE 25

PAGE 26

PAGE 27

PAGE 28

PAGE 29

PAGE 30

PAGE 31

PAGE 32

PAGE 33

PAGE 34

PAGE 35

PAGE 36

PAGE 37

PAGE 38

PAGE 39

PAGE 40

PAGE 41

PAGE 42

PAGE 43

PAGE 44

PAGE 45

PAGE 46

PAGE 47

PAGE 48

PAGE 49

PAGE 50

PAGE 51

PAGE 52

PAGE 53

PAGE 54

PAGE 55

PAGE 56

PAGE 57

PAGE 58

PAGE 59

PAGE 60

PAGE 61

PAGE 62

PAGE 63

PAGE 64

PAGE 65

PAGE 66

PAGE 67

PAGE 68

PAGE 69

PAGE 70

PAGE 71

PAGE 72

PAGE 73

PAGE 74

PAGE 75

PAGE 76

PAGE 77

PAGE 78

PAGE 79

PAGE 80

PAGE 81

PAGE 82

PAGE 83

PAGE 84

PAGE 85

PAGE 86

PAGE 87

PAGE 88

PAGE 89

PAGE 90

PAGE 91

PAGE 92

PAGE 93

PAGE 94

PAGE 95

PAGE 96

PAGE 97

PAGE 98

PAGE 99

PAGE 100

PAGE 101

PAGE 102

PAGE 103

PAGE 104

PAGE 105

PAGE 106

PAGE 107

PAGE 108

PAGE 109

PAGE 110

PAGE 111

PAGE 112

PAGE 113

PAGE 114

PAGE 115

PAGE 116

PAGE 117

PAGE 118

PAGE 119

PAGE 120

PAGE 121

PAGE 122

PAGE 123

PAGE 124

PAGE 125

PAGE 126

PAGE 127

PAGE 128

PAGE 129

PAGE 130

PAGE 131

PAGE 132

PAGE 133

PAGE 134

PAGE 135

PAGE 136

PAGE 137

PAGE 138

PAGE 139

PAGE 140

PAGE 141

PAGE 142

PAGE 143

PAGE 144

PAGE 145

PAGE 146

PAGE 147

PAGE 148

PAGE 149

PAGE 150

PAGE 151

PAGE 152

PAGE 153

PAGE 154

PAGE 155

PAGE 156

PAGE 157

PAGE 158

PAGE 159

PAGE 160

PAGE 161

PAGE 162

PAGE 163

PAGE 164

PAGE 165

PAGE 166

PAGE 167

PAGE 168

PAGE 169

PAGE 170

PAGE 171

PAGE 172

PAGE 173

PAGE 174

PAGE 175

PAGE 176

PAGE 177

PAGE 178

PAGE 179

PAGE 180

PAGE 181

PAGE 182

PAGE 183

PAGE 184

PAGE 185

PAGE 186

PAGE 187

PAGE 188

PAGE 189

PAGE 190

PAGE 191

PAGE 192

PAGE 193

PAGE 194

PAGE 195

PAGE 196

PAGE 197

PAGE 198

PAGE 199

PAGE 200

PAGE 201

PAGE 202

PAGE 203

PAGE 204

PAGE 205

PAGE 206

PAGE 207

PAGE 208

PAGE 209

PAGE 210

PAGE 211

PAGE 212

PAGE 213

PAGE 214

PAGE 215

PAGE 216

PAGE 217

PAGE 218

PAGE 219

PAGE 220

PAGE 221

PAGE 222

PAGE 223

PAGE 224

PAGE 225

PAGE 226

PAGE 227

PAGE 228

PAGE 229

PAGE 230

PAGE 231

PAGE 232
