

Singapore Management University

## Institutional Knowledge at Singapore Management University

---

Research Collection Yong Pung How School Of  
Law

Yong Pung How School of Law

---

6-2019

### Propuesta para la mejora y modernización de la legislación societaria en Ecuador [Proposal for the improvement and modernization of corporate law in Ecuador] in Spanish

Aurelio GURREA-MARTINEZ

*Singapore Management University*, aureliogm@smu.edu.sg

Cesar CORONEL JONES

Follow this and additional works at: [https://ink.library.smu.edu.sg/sol\\_research](https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research)



Part of the [Business Organizations Law Commons](#), and the [Commercial Law Commons](#)

---

#### Citation

Aurelio GURREA-MARTINEZ and CORONEL JONES, Cesar. Propuesta para la mejora y modernización de la legislación societaria en Ecuador [Proposal for the improvement and modernization of corporate law in Ecuador] in Spanish. (2019). 1-75.

**Available at:** [https://ink.library.smu.edu.sg/sol\\_research/3638](https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/3638)

This Working Paper is brought to you for free and open access by the Yong Pung How School of Law at Institutional Knowledge at Singapore Management University. It has been accepted for inclusion in Research Collection Yong Pung How School Of Law by an authorized administrator of Institutional Knowledge at Singapore Management University. For more information, please email [cherylds@smu.edu.sg](mailto:cherylds@smu.edu.sg).

# Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas



## *Working Paper Series 2/2019*

### **Propuesta para la mejora y modernización de la legislación societaria en Ecuador**

Aurelio Gurrea Martínez y César Coronel Jones  
(Coordinadores)

## Grupo de trabajo<sup>1</sup>

**Aurelio Gurrea Martínez** (Coordinador y ponente del proyecto). Profesor de Derecho de Sociedades, Regulación Financiera y Derecho Concursal en la Singapore Management University. Director del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas. Abogado, economista y auditor de cuentas. Doctor en Derecho. Máster en Derecho y Finanzas por la Universidad de Oxford y Máster en Estudios Legales Internacionales por la Universidad de Stanford.

**César Coronel Jones** (Coordinador). Socio fundador de Coronel & Pérez Abogados. Presidente de la Academia Ecuatoriana de Derecho Societario. Abogado. Máster en Derecho por la Universidad de Georgetown. Ex Director Adjunto del Banco Interamericano de Desarrollo para Ecuador.

**Guillermo Cabanellas** (Miembro). Socio senior en DLA Piper Argentina. Profesor de Derecho de Sociedades. Abogado y economista. Máster y Doctor en Derecho por la Universidad de Illinois.

**Javier García de Enterría** (Miembro). Socio de Clifford Chance en España. Catedrático de Derecho Mercantil. Abogado. Doctor en Derecho por la Universidad de Bolonia. Máster en Derecho por la Universidad de Harvard.

**José Miguel Mendoza** (Miembro). Socio de DLA Piper Martínez Beltrán. Profesor de Derecho de Sociedades en la Universidad de los Andes. Abogado. Máster en Derecho por la Universidad de Tilburg. Doctor en Derecho y Finanzas por la Universidad de Oxford. Ex Superintendente Delegado para Procedimientos Mercantiles en Colombia.

**Cándido Paz-Ares** (Miembro). Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad Autónoma de Madrid. Socio de Uría Menéndez. Abogado. Doctor en Derecho por la Universidad de Bolonia.

**Francisco Reyes Villamizar** (Miembro). Socio de Francisco Reyes y Asociados y consultor del Banco Mundial. Abogado. Máster en Derecho por la Universidad de Miami y Doctor en Derecho por la Universidad de Tilburg. Ex Superintendente de Sociedades en Colombia y ex presidente de la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional.

**Fernando Vives** (Miembro). Presidente ejecutivo de Garrigues. Abogado. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales. Doctor en Derecho. Profesor de Derecho Mercantil en la Universidad Pontificia Comillas de Madrid.

---

<sup>1</sup> Las conclusiones puestas de manifiesto en el presente documento reflejan la opinión mayoritaria de los miembros del Grupo de Trabajo y no necesariamente la opinión unánime de todos. Tampoco reflejan, necesariamente, las opiniones de las instituciones a las que pertenecen. Cualquier comentario u observación sobre el presente documento o las propuestas que se realizan en el mismo puede ser dirigidas a Aurelio Gurrea Martínez ([aureliogm@smu.edu.sg](mailto:aureliogm@smu.edu.sg)), que ha actuado como ponente del proyecto. Por sus valiosos comentarios y observaciones a varias de las propuestas de reforma sugeridas en este trabajo, los autores quisieran expresar su más profundo agradecimiento a los profesores Klaus Hopt, Mariana Pargendler y Richard Squire. Asimismo, también agradecer a Fabricio Dávila el tiempo y la amabilidad de leer la versión preliminar de este trabajo y brindarnos sus valiosos comentarios.

**Propuesta para la mejora y modernización de la legislación  
societaria en Ecuador**

## INDICE

1.	Introducción.....	5
2.	Los objetivos del Derecho de sociedades y su impacto en el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo.....	5
2.1.	<i>Facilitación de la constitución y puesta en funcionamiento de sociedades</i> .....	6
2.2.	<i>Reducción de conflictos entre las diferentes partes relacionadas con la sociedad</i> ..	8
3.	Hacia una modernización de los tipos societarios .....	11
4.	Derechos de los socios .....	16
5.	Funcionamiento, composición y retribución del órgano de administración .....	21
5.1.	El órgano de administración de la sociedad .....	21
5.2.	Composición del consejo de administración .....	23
5.3.	La retribución de los administradores y directivos .....	28
6.	Deberes y responsabilidad de administradores.....	29
6.1.	Los deberes de los administradores sociales .....	29
6.1.1.	El deber de diligencia y la implementación de la regla del juicio empresarial .....	29
6.1.2.	El deber de lealtad y la prevención del ‘tunneling’ .....	34
6.2.	La responsabilidad de los administradores .....	44
7.	Grupos de sociedades .....	47
8.	Fusiones y adquisiciones de empresa .....	50
9.	Disolución y liquidación de sociedades .....	56
10.	Régimen contable de las sociedades mercantiles.....	60
11.	El <i>enforcement</i> del Derecho de sociedades .....	62
12.	Reformas complementarias para el impulso del crecimiento y competitividad de la economía ecuatoriana.....	65
13.	Conclusiones.....	67
14.	Resumen ejecutivo de la propuesta de reforma .....	68

## 1. Introducción

Con motivo del proceso de revisión de la normativa societaria que está teniendo lugar en Ecuador, el Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas, con el apoyo y colaboración de la Academia Ecuatoriana de Derecho Societario, decidió constituir un Grupo de Trabajo que elaborara un documento que cumpliera tres ambiciosos –aunque ilusionantes– objetivos. En primer lugar, se pretende poner en consideración del legislador ecuatoriano una serie de reformas que, en nuestra opinión, podrían contribuir a la mejora y modernización del Derecho de sociedades en Ecuador. Estas propuestas han sido realizadas a partir de los desarrollos normativos y doctrinales en materia societaria a nivel internacional, así como las particularidades jurídicas, económicas e institucionales locales. En segundo lugar, y habida cuenta de que las características de las empresas, el mercado de valores y el sistema judicial de Ecuador presenta elementos comunes con otros países de América Latina, este documento también pretende ser de utilidad para otros posibles países de la región interesados en reformar su normativa societaria. Finalmente, y a través del análisis económico, comparado y funcional que subyace en el presente documento, este trabajo pretende contribuir a lo que, desde los inicios del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas, ha constituido la principal razón de ser de nuestra institución: la promoción de la mejora y modernización del debate académico y legislativo en España, Portugal y América Latina con la finalidad última de crear un entorno regulatorio e institucional que favorezca el emprendimiento, la innovación, el acceso al crédito, el desarrollo de los mercados de capitales, el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo.<sup>2</sup>

## 2. Los objetivos del Derecho de sociedades y su impacto en el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo

El Derecho de sociedades es un área del ordenamiento jurídico que tiene la capacidad de afectar de manera significativa al emprendimiento, la innovación, la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico de los países.<sup>3</sup> Sin embargo, para que pueda lograrse este objetivo último del Derecho de

---

<sup>2</sup> Sobre los orígenes y objetivos del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas, puede verse Aurelio Gurrea Martínez, *Los orígenes del “law and finance” como disciplina científica (A propósito de la creación y objetivos del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas)*, BLOG DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 19 de agosto de 2017 (disponible en <http://www.derechoyfinanzas.org/el-law-and-finance-como-disciplina-cientifica/>).

<sup>3</sup> Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 JOURNAL OF FINANCE 1131 (1997); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (1998); Rafael La

sociedades, resulta necesario que la normativa societaria cumpla con dos objetivos inmediatos: (i) facilitar la constitución y puesta en funcionamiento de sociedades; y (ii) reducir los posibles conflictos existentes entre las diferentes partes involucradas en la sociedad (principalmente, socios, administradores y terceros).<sup>4</sup>

### **2.1. Facilitación de la constitución y puesta en funcionamiento de sociedades**

Facilitar la constitución y puesta en funcionamiento de sociedades se logra a través de una triple estrategia. En primer lugar, el Derecho de sociedades puede –y debe– poner a disposición de los operadores económicos unos *tipos societarios* modernos y eficientes cuyos principales atributos (esto es, la personalidad jurídica, la responsabilidad limitada, la dirección delegada, la transmisibilidad de las acciones y la propiedad de la compañía en manos de los socios<sup>5</sup>) permitan promover el emprendimiento, la innovación, el acceso a financiación y la reducción de costes de transacción.<sup>6</sup>

---

Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, *Investor protection and corporate governance*, 58 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 3 (2000). Para un análisis del impacto que las leyes y las instituciones pueden suponer en el crecimiento económico, puede verse Douglass North, INSTITUTIONS, INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC PERFORMANCE (Cambridge University Press 1990); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (1998); Ross Levine, *Law, Finance, and Economic Growth*, JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 8 (1999); Simeon Djankov, Oliver Hart, Carale McLiesh y Andrei Shleifer, *Debt Enforcement around the World*, 116 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1105 (2008).

<sup>4</sup> El presente trabajo utiliza el concepto de «administradores» para referirse a la persona, grupo de personas u órgano responsable de la gestión y representación de la compañía. En el caso de un órgano colegiado, utilizaremos la expresión «consejo de administración», que equivaldrá a lo que, en determinados países de la comunidad iberoamericana, se conoce como «directorio» (e.g., Argentina) o «junta directiva» (e.g., Colombia). Por su parte, nos referiremos al órgano representativo de los accionistas como «asamblea general de accionistas», aunque la denominación de este órgano puede variar también entre países de habla hispana o entre diferentes tipos de sociedades de estructura corporativa. A modo de ejemplo, determinadas legislaciones societarias de la comunidad iberoamericana –como pudiera ser el caso paradigmático de España– se refieren a la asamblea general de accionistas como «junta general de accionistas» en el caso de sociedades anónimas, y como «junta general de socios» para el órgano representativo de los socios en las sociedades de responsabilidad limitada.

<sup>5</sup> John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Mariana Pargendler, *What is Corporate Law?*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Oxford University Press, 2017), pp. 1.

<sup>6</sup> A modo de ejemplo, la *personalidad jurídica* permite que la sociedad sea sujeto de derechos y obligaciones, que pueda demandar y ser demandada, o que pueda contratar con terceros. En consecuencia, se ahorran numerosos costes de transacción ya que sólo existiría una única contraparte al contratar con la sociedad y no con la pluralidad de socios que pudieran formar parte de la misma. Sobre la importancia de este atributo, véase, Kraakman y Hansmann, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 THE YALE LAW JOURNAL 387 (2000); Reinier Kraakman, Henry Hansmann y Richard Squire, *Law and The Rise of the Firm*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1335 (2006). Por su parte, la *responsabilidad limitada* genera varios beneficios. En primer lugar, permite favorecer el emprendimiento y la innovación, al incentivar la creación de empresas y la responsable asunción de riesgos, ya que los empresarios no ven expuestos sus bienes personales y familiares (e.g. hogar) a las posibles deudas ocasionadas por una empresa desarrollada a través de una sociedad con responsabilidad limitada de los socios. En segundo lugar, la responsabilidad limitada reduce costes de supervisión de los accionistas a los administradores, ya que la inexistencia de una responsabilidad ilimitada por las deudas sociales provoca que los accionistas no sientan la necesidad de estar continuamente monitoreando a los administradores. En consecuencia, los accionistas no sólo se encontrarán más incentivado a la concesión de financiación, sino que también podrán generar riqueza a

En segundo lugar, y a través de la facilitación de *normas dispositivas*, el Derecho de sociedades permite a los operadores económicos disfrutar, sin coste alguno, de una serie de reglas y soluciones que probablemente resulten similares a las que habrían pactado de manera voluntaria.<sup>7</sup> Ello, además, sin perjuicio de que, cuando las partes puedan creerlo deseable, se desvíen de las reglas predispuestas por el legislador, forzándose así también que los socios con mayor información (que probablemente sean

---

través del desarrollo de sus propias actividades empresariales, al no tener que pasar su tiempo vigilando a los administradores o pagando a terceros para que realicen esta labor. En tercer lugar, la responsabilidad limitada reduce costes de inversión a los acreedores. En este sentido, como los acreedores saben que, en caso de impago, no podrán dirigirse hacia los bienes personales de los socios, salvo que éstos voluntariamente hubieran otorgado garantías o asegurado de otra manera las deudas de la sociedad (como suele ser frecuente en muchas sociedades cerradas), el hecho de que exista responsabilidad limitada incentivará que los acreedores sólo tengan que investigar la solvencia y garantía de la propia sociedad y no la de la totalidad de los socios (que, en caso de sociedades abiertas, pueden ser ciertos, miles o millones). Por tanto, se reducen notables costes de investigación. En cuarto lugar, la existencia de responsabilidad limitada facilita la tenencia de carteras diversificadas de acciones, ya que los titulares de estas carteras no se exponen a la totalidad de las deudas de cada una de las sociedades sino que sólo exponen los ahorros destinados a cada inversión. Por tanto, la responsabilidad limitada permite conseguir un objetivo como la diversificación que las teorías de finanzas corporativas señalan como deseable para los inversores. Finalmente, la responsabilidad limitada incentiva la financiación de empresas y el desarrollo de los mercados de valores, ya que potenciales inversores se encontrarán más incentivados a invertir en empresas si saben que, como consecuencia de sus inversiones, no podrán en riesgo su propio patrimonio personal. Por tanto, como consecuencia de estos beneficios de la responsabilidad limitada, no parece exagerado afirmar, como ya dijera el expresidente de la Universidad de Columbia y Premio Nobel de la Paz, Nicolas Murray Butler, que la responsabilidad limitada es de los mejores inventos de los últimos siglos. Sobre los beneficios de la responsabilidad limitada, véase Frank H. Easterbrook y Daniel R., *Limited liability and the corporation*, 52 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 89 (1985); Stephen Bainbridge and M. Todd Henderson, *LIMITED LIABILITY: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS* (Elgar, 2016); Aurelio Gurrea Martínez, *La cuestionada deseabilidad de la business judgment rule en el Derecho español*, Universidad CEU San Pablo Working Paper Series 1 (2014). En tercer lugar, la existencia de una *dirección delegada* en manos de un número reducido de personas que, además, son especialistas en la gestión de negocios, permite que se reduzcan numerosos costes de coordinación en la toma de decisiones, y, al mismo tiempo, se incrementa el nivel de profesionalidad, experiencia y cualificación en la gestión del negocio y en la toma de decisiones empresariales. Para un análisis de los beneficios asociados a mantener una dirección delegada en el marco de una sociedad (sobre todo cotizada), véase John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Mariana Pargendler, *What is Corporate Law?*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2017), pp. 5-15; Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *NORWESTERN UNIVERSITY LAW REVIEW* 547, 573 (2003). En cuarto lugar, la existencia de *acciones transferibles* facilita la liquidez de las acciones de una compañía. Por tanto, no sólo facilita la salida de accionistas decepcionados, otorgando de esta manera un mecanismo de protección a los accionistas, sino que además incentiva la propia financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores, ya que más accionistas se verán incentivados a invertir en una compañía si saben que, en el caso de que las cosas no vayan como esperaban, podrán enajenar sus acciones en cualquier momento. Además, el hecho de que los socios puedan vender en todo momento sus acciones también provoca que, desde una perspectiva *ex ante*, los administradores tengan incentivos a maximizar el valor de la compañía. De lo contrario, se produciría una salida masiva de socios y, por tanto, una caída en el precio de las acciones, no sólo pueden perder el valor asociado a las posibles acciones que puedan tener en la compañía (sobre todo, si son retribuidos con opciones sobre acciones –*stock options*– o si, al tiempo que son administradores, también son accionistas), sino que también se pueden ver expuestos al riesgo de que un tercero realiza una compra hostil de la compañía que, en última instancia, pueda suponer la destitución de los administradores. Finalmente, el último atributo de las sociedades de capital (principalmente anónimas) es la propiedad de la compañía en manos de los inversores a través de su participación en el capital. En virtud de este atributo, no sólo permite mejorar la toma de decisiones sino también los derechos económicos y de voto de los accionistas, favoreciendo de esta manera el control de los administradores. Para un mayor análisis de este atributo de las sociedades, puede verse John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Mariana Pargendler, *What is Corporate Law?*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2017), pp. 13-15.

<sup>7</sup> Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (Harvard University Press, 1991), pp. 34-35.



quienes promuevan el cambio de la regla dispositiva) revelen al resto de socios el contenido de esa información superior, al poder ser necesario para la obtención de la mayoría que, en su caso, necesitaran para promover el cambio.<sup>8</sup>

En tercer lugar, una normativa societaria moderna y eficiente debe reducir requisitos y formalidades que, ocasionando algún tipo de coste (temporal, económico, etc.), no generen un claro beneficio en términos de confianza, emprendimiento, o protección de terceros, así como aquellas formalidades cuyos costes excedan sus beneficios, o existan estrategias legales, contractuales o de mercado más eficientes para conseguir el mismo resultado. Además, en esta línea de eficiencia y eliminación de barreras para la creación y funcionamiento de sociedades mercantiles, también resulta necesario que la normativa societaria fomente el uso de las nuevas tecnologías.<sup>9</sup>

A través de esta triple estrategia, la normativa de sociedades tiene el potencial de facilitar la constitución y puesta en funcionamiento de compañías, incentivando el emprendimiento y la competitividad de las empresas, así como la transición a la regularidad de muchos negocios que desarrollan su actividad empresarial en la informalidad, como consecuencia, en ocasiones, de las barreras de entrada y altos costes regulatorios impuestos por el legislador.

## **2.2. Reducción de conflictos entre las diferentes partes relacionadas con la sociedad**

El segundo objetivo con el que el Derecho de sociedades puede contribuir a la promoción del crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo es a través de la reducción de los conflictos que pueden surgir entre las diferentes partes involucradas

---

<sup>8</sup> Ian Ayres y Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE LAW JOURNAL 87 (1989).

<sup>9</sup> A tales efectos, y con la finalidad de orientar futuras reformas societarias en Ecuador en este sentido, quizás pueda resultar de interés observar los trabajos realizados en el ámbito europeo en materia de digitalización del Derecho de sociedades. Véase, por ejemplo, John Armour et al, *Report on Digitalisation in Company Law* (2017) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2893701](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2893701)) y la Propuesta de Directiva Europea para el uso de las nuevas tecnologías en el Derecho de sociedades (disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2018%3A239%3AFIN>). Asimismo, y aunque quizás sea precipitado en esta primera fase de reforma del Derecho societario ecuatoriano, también parecería deseable explorar el potencial que puede tener blockchain y el uso de inteligencia artificial en el Derecho de sociedades y el gobierno corporativo de las empresas. Sobre la implementación de blockchain en el Derecho de sociedades, véase Nydia Remolina, *La implementación de blockchain en el Derecho de sociedades de Delaware*, BLOG DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 28 de agosto de 2017 (disponible en <http://www.derechoyfinanzas.org/la-incorporacion-de-blockchain-en-el-derecho-de-sociedades-de-delaware/>). Sobre el uso de inteligencia artificial y la utilización de algoritmos para la toma de decisiones en los consejos de administración, véase Florian Möslai, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, OXFORD BUSINESS LAW BLOG, 16 November 2017 (disponible en <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/11/robots-boardroom-artificial-intelligence-and-corporate-law>).

en el contrato social.<sup>10</sup> En este sentido, el Derecho de sociedades tiene que dar respuesta a tres conflictos fundamentales<sup>11</sup>: (i) aquellos que se derivan de la relación entre los administradores y los accionistas; (ii) aquellos problemas potencialmente existentes entre los propios socios, ya sea por abusos del mayoritario sobre el minoritario, por abusos o chantajes del minoritario sobre los mayoritarios, o por bloqueos societarios<sup>12</sup>; y (iii) aquellos problemas que se derivan de la relación entre la sociedad y terceros (principalmente, acreedores y empleados). Reduciendo estos conflictos, que será un aspecto que se consiga a través de la utilización de diversas estrategias legales, contractuales y de mercado, no sólo se evitarán indeseables situaciones de oportunismo *ex post*, sino que, desde una perspectiva *ex ante*, se facilitará la financiación de empresas, ya que existirán mayores inversores potencialmente interesados en invertir en compañías si saben que el riesgo de oportunismo (o, si se quiere, de verse expropiados o económicamente perjudicados por conductas oportunistas de otros) será menor. Por tanto, la reducción de estos conflictos o, si se quiere, problemas de oportunismo o agencia, resulta primordial para una moderna legislación societaria, ya que puede reducir el coste del capital de las empresas (o, lo que es lo mismo, el coste medio al que las compañías pueden obtener financiación) y promover el desarrollo del mercado de capitales, favoreciendo de esta manera el crecimiento, competitividad y financiación de las empresas y, con ello, su capacidad para generar riqueza, trabajo y bienestar social.

---

<sup>10</sup> Estos conflictos son los que la literatura especializada normalmente califica como «problemas de agencia». Desde una perspectiva jurídica, una relación de agencia ocurre cuando una persona (principal) encomienda a otra (agente) la gestión de sus intereses. Los problemas de que se plantean en estas circunstancias (denominados problemas de agencia) son aquellos que se destinan a garantizar que el agente maximiza el interés del principal. Por tanto, incluyen, por lo general, costes de monitoreo o vigilancia (*monitoring costs*), costes de garantía (*bonding costs*) y costes residuales (*residual costs*). No obstante, el concepto de relación de agencia utilizado en este trabajo no es jurídico sino económico. Por tanto, es un concepto más amplio que abarca toda relación en la que el bienestar de una parte (principal) dependerá de las acciones de otro (agente). En consecuencia, podría existir una relación de agencia entre el gobernantes y gobernados, entre tutores y menores, o, en fin, en el ámbito que nos concierne, entre administradores y accionistas, o incluso entre los propios accionistas, si las acciones de un grupo de accionistas (normalmente, mayoritarios) afectan el nivel de bienestar de otro (normalmente, minoritarios). Sobre el concepto de agencia desde una perspectiva económica, véase En este sentido, véase John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2017), pp. 29. Sobre los costes de agencia en el Derecho de sociedades, véase por todos Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 305 (1976).

<sup>11</sup> John Armour, Henry Hansmann y Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2017), pp. 29 - 30.

<sup>12</sup> Entre estos subconflictos, la literatura societaria ha enfatizado especialmente el primero, al resultar el más relevante, especialmente en sociedades cotizadas o sociedades cerradas con accionistas de control. En este sentido, véase John Armour, Henry Hansmann, y Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2017), pp. 30.

No obstante lo anterior, conviene tener en cuenta que, en países como Ecuador, en los que, como ocurre en otros países de la región, existen numerosas empresas familiares y de titularidad estatal<sup>13</sup>, los administradores normalmente son los propios accionistas, o éstos últimos tienen incentivos para vigilar estrechamente a los administradores, habida cuenta de que la riqueza de la familia (o del Estado) puede estar en juego. Por tanto, el primer tipo de conflicto o tipo de agencia enunciado (esto es, el que se deriva de los problemas entre administradores y accionistas) no resulta tan problemático como en países como Estados Unidos y Reino Unido, donde tradicionalmente ha existido una dispersión del capital y un mayor distanciamiento entre accionistas y administradores en las grandes sociedades.<sup>14</sup> Por su parte, el tercer problema de agencia comentado tampoco debe ser el eje central del Derecho de sociedades ya que los terceros suelen tener otros medios de protección específicos y, normalmente, más adecuados para protegerse del eventual oportunismo de la compañía (e.g., Derecho laboral, Derecho concursal, contratos, etc.). Esta circunstancia, unida al hecho de que los accionistas son los creadores del contrato social y los titulares de los activos residuales de la compañía y de sus flujos de caja (al menos, en tanto la sociedad no devenga insolvente), justificará que el Derecho de sociedades no tenga como objeto esencial la protección de terceros. La protección de terceros sofisticados (e.g., entidades financieras) puede y debe ser dejada a los propios terceros, mientras que, para los no sofisticados (e.g., trabajadores) o acreedores extracontractuales el Estado debería intervenir, pero no necesariamente a través del Derecho de sociedades sino de otras áreas del ordenamiento jurídico que pueden prever un sistema más adecuado y eficiente de protección, como quizás sea el Derecho concursal o el Derecho laboral.

Por tanto, el principal problema de gobierno corporativo en las compañías cerradas, o en compañías cotizadas con estructura de capital concentrado y accionistas de control,

---

<sup>13</sup> Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Robert Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 JOURNAL OF FINANCE 471 (1999); Fernando Lefort, *Ownership Structure And Corporate Governance in Latin America*, 8 ABANTE, ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN. PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE 55 (2005).

<sup>14</sup> Francisco Reyes Villamizar, *Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis*, 39 UNIVERSITY OF MIAMI INTER-AMERICAN LAW REVIEW 207 (2008); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Robert Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 JOURNAL OF FINANCE 471 (1999). No obstante lo anterior, este desafío no resulta único en América Latina. En las compañías de Asia y Europa Continental también se evidencia una tendencia generalizada a la concentración del capital en manos de uno o varios accionistas de control. Véase Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry Lang, *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, 58 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 81 (2000); Fabrizio Barca and Marco Becht (eds.), *THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE* (Oxford University Press, 2002); Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1641 (2006); Aurelio Gurrea Martínez, *New Agency Problems, New Legal Rules? Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER 3 (2016) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2766208](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2766208)); Julian R. Franks y Colin Mayer, *Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - FINANCE WORKING PAPER NO. 503 (2017).

que es el prototipo de compañías existentes en Ecuador, es el derivado del *conflicto entre los accionistas*. Y dentro de estos últimos, y sin perjuicio de que la normativa societaria deba evitar cualquier tipo de oportunismo, quizás el más frecuente y, desde luego, desde la perspectiva de posibles inversores extranjeros, el más preocupante, sea el potencial riesgo de oportunismo de los accionistas de control sobre los accionistas minoritarios. En otras palabras, será el riesgo de que, usando su situación de poder en la compañía, los administradores y socios de control (que, en ocasiones, serán las mismas personas), o incluso este último (valiéndose de la ayuda de los administradores, a quienes nombre, retribuye y destituye) utilice los activos de la compañía para fines personales, eleve indebidamente su retribución, realice operaciones con partes relacionadas que resulten perjudiciales para la compañía, o, en fin, realice cualquier otra operación de extracción de valor (conocida en la literatura internacional como “*tunneling*”) que beneficie al accionista de control a expensas de los accionistas minoritarios. De no corregirse de manera creíble y eficiente este problema, no sólo existirá, desde una perspectiva *ex post*, una situación abusiva u oportunista que debe reprimir el Derecho sino que, quizás, de manera más importante para la economía del país, desde una perspectiva *ex ante*, se desincentivará la financiación de empresas y la atracción de inversores externos (principalmente institucionales) con el consiguiente perjuicio para la financiación de proyectos de inversión y el desarrollo del mercado de valores, y la consecuente posibilidad de las empresas de generar mayores niveles de riqueza, trabajo y bienestar social.

### **3. Hacia una modernización de los tipos societarios**

De manera similar a lo que ocurre en otros países de la región, los tipos societarios en Ecuador han estado sometidos a una serie de dogmatismos y formalidades que han impedido que sirvan como vehículos flexibles, eficientes y atractivos para la realización de actividades empresariales. Afortunadamente, en las últimas décadas se han emprendido diversas reformas en materia de tipos societarios a nivel mundial que, con carácter general, han tendido a eliminar diversos aspectos que perjudicaban la eficiencia y atractivo de los tipos societarios. Con carácter general, estas reformas se han centrado en cuatro aspectos fundamentales: (i) reducir el carácter imperativo de las normas reguladoras de las sociedades cerradas; (ii) eliminar el capital social mínimo; (iii) permitir las sociedades unipersonales; y (iv) eliminar la intervención de notarios u otros intermediarios en el proceso de constitución de sociedades y otras operaciones societarias. Quizá, la reforma más ambiciosa que ha tenido lugar en materia de tipos

societarios en América Latina ha sido la implementación de la SAS en Colombia<sup>15</sup>, que, con matices, se ha implementado en países como México y Argentina, y también fue aprobada como Ley Modelo de la Organización de Estados Americanos (OEA).<sup>16</sup>

A nuestro modo de ver, la sociedad por acciones simplificada (SAS), que sería el modelo que recomendaríamos implementar en Ecuador de manera adicional a los tipos societarios existentes<sup>17</sup>, se caracteriza por cuatro aspectos esenciales que creemos que deberían guiar el diseño de un tipo societario flexible y eficiente: (i) la flexibilidad y carácter eminentemente dispositivo de las normas reguladoras de la SAS, en la que el principio de la autonomía de la voluntad se configura como uno de los elementos esenciales del tipo; (ii) la posibilidad de constituir una SAS con carácter unipersonal; (iii) la eliminación de determinadas formalidades de dudosa eficacia y eficiencia para la protección de terceros, como pudiera ser la existencia de un capital mínimo y la intervención de notarios en el proceso de constitución de sociedades; y (iv) la existencia de un capital social dividido en acciones.

En efecto, la SAS ha logrado superar la anacrónica concepción de la sociedad como «máquina» inamovible de *normas imperativas* diseñada por el Estado.<sup>18</sup> En nuestra opinión, salvo que existan fallos de mercado significativos (como asimetrías de la información o externalidades) que justifiquen una intervención imperativa por parte del Estado, la regulación interna de las sociedades debería dejarse en manos de las partes, que serán quienes mejor conozcan las particularidades del negocio y sus propias necesidades y preferencias. Además, no conviene olvidar que, al fin y al cabo, una sociedad es o, al menos, es constituida mediante un *contrato*, que, además, resulta incompleto.<sup>19</sup> Por tanto, se hace impracticable que el legislador pueda prever todas las eventualidades que puedan ocurrir en la vida social. Además, aunque el legislador pudiera hipotéticamente prever todas estas eventuales, difícilmente podrá hacerlo

---

<sup>15</sup> Para un excelente análisis sobre la sociedad por acciones simplificada, explicando sus orígenes en el Derecho comparado, sus antecedentes en el Derecho colombiano, y sus particularidades en la regulación actual en Colombia, véase por todos la obra de Francisco Reyes Villamizar, *SAS: LA SOCIEDAD POR ACCIONES SIMPLIFICADA* (Legis, 3ª Edición, 2013).

<sup>16</sup> Francisco Reyes Villamizar (coord.), *La SAS y su influencia en América Latina* (Legis, 2018); Francisco Reyes Villamizar, *The Organization of American States' Model Law on Simplified Corporations*, OXFORD BUSINESS LAW BLOG, 11 Sep 2017 (disponible en <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/09/organization-american-states-model-law-simplified-corporations>)

<sup>17</sup> De esta manera, los tipos societarios competirían, y sería el mercado quien decidiría el modelo más adecuado para cada empresa o tipos de accionistas.

<sup>18</sup> Cándido Paz-Ares, *¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)*, en Paz-Ares (coord.), *TRATANDO DE LA SOCIEDAD LIMITADA* (Fundación Cultural del Notariado, 1997), pp. 159-205.

<sup>19</sup> Para un análisis de la literatura sobre esta cuestión, véase Oliver Hart, *FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE* (Oxford University Press, 1995); Oliver Hart y John Moore, *Property Rights and the Nature of the Firm*, 98 *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY* 1119 (1990); Oliver Hart y John Moore, *Foundations of Incomplete Contracts*, 66 *THE REVIEW OF ECONOMIC STUDIES* 115 (1999); Philippe Aghion y Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting* 59 *THE REVIEW OF ECONOMIC STUDIES* 473 (1992).

maximizando el interés del negocio (que, además, puede variar de una sociedad a otra) o de las partes que decidieron emprenderlo a través de la constitución de una sociedad (que es un interés que también podrá variar de unos inversores a otros). Por este motivo, las partes deberían tener la posibilidad de complementar o, en su caso, modificar las reglas puestas a disposición por el legislador para el ejercicio de una actividad empresarial. De lo contrario, si las partes perciben que las reglas impuestas por el Legislador no se adecúan a las necesidades del negocio o de sus propios intereses, se pueden ver motivados a no constituir una sociedad, perjudicando de esta manera el emprendimiento, o no devenir posteriormente accionistas, perjudicándose así la financiación de empresas y, por tanto, la posibilidad de financiar compañías y proyectos de inversión que, en última instancia, generen trabajo, riqueza y bienestar social.

En consecuencia, resulta más adecuada una versión contractualista de la sociedad, en la que sólo tenga lugar la intervención imperativa del Estado en aquellas circunstancias en las que pueda existir un fallo de mercado, o la imposición de normas imperativas pueda generar algún beneficio adicional, como, por ejemplo, ocurre con las normas contables, cuya estandarización se presume deseable.<sup>20</sup> De no existir estos fallos (que, en la práctica, se traducirán en un posible perjuicio a terceros), o no se generase una externalidad positiva en la economía y la sociedad en general, el Estado debe limitarse a poner a disposición de los individuos una serie de “soluciones tipo” de carácter dispositivo que se adapten a la hipotética voluntad de las partes. De esta manera, las partes podrán disfrutar, de manera gratuita, de unas reglas jurídicas teóricamente idóneas para llevar a cabo sus intereses. No obstante, como las preferencias y necesidades de los individuos y negocios pueden diferir, las partes mantendrán el derecho a derogar y/o, en su caso, moldear las reglas pre-establecidas por el Estado.<sup>21</sup> Además, previendo como normas supletorias la hipotética voluntad de la mayoría forzará a que quienes quieran cambiar la regla, normalmente porque dispongan de mayor información, revelen los motivos que, en su caso, justifican este cambio.<sup>22</sup> Por

---

<sup>20</sup> En este sentido, véase John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Mariana Pargendler, *What Is Corporate Law?*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2007), pp. 19.

<sup>21</sup> Para un análisis sobre la naturaleza que deberían tener las normas jurídico-societarias, véase por todos Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (Harvard University Press, 1991), pp. 34-35; Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *COLUMBIA LAW REVIEW* 1549 (1989); Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporate Law*, 89 *COLUMBIA LAW REVIEW* 1461 (1989).

<sup>22</sup> Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (Harvard University Press, 1991), pp. 34-35. Además de la función de “bien público” atribuido a las reglas supletorias, en el sentido de que permite que, de manera “gratuita”, las partes puedan disfrutar de normas teóricamente eficientes provistas por el legislador, otros autores han alegado que las reglas supletorias también sirven como “penalizaciones informativas”. En este sentido, la existencia de reglas supletorias motiva que quien quiera cambiar la regla revele los motivos de este cambio. De esta manera, compartiría su conocimiento con partes que, en ocasiones, se encontrarán menos informadas. En este sentido, Ian Ayres y Robert

tanto, creemos que, especialmente, en el ámbito de las sociedades cerradas, el papel del legislador debería limitarse, salvo excepciones, a la promulgación de una serie de normas dispositivas cuidadosamente diseñadas para que respondan a la hipotética voluntad de las partes de una determinada jurisdicción.

Asimismo, creemos que esta libertad contractual debería promoverse en toda su extensión, y sin más límites que la protección de terceros (siempre realizada, además, en términos de eficiencia). Por tanto, no sólo debería afectar a la naturaleza de las reglas societarias, sino también al propio contenido y extensión de los pactos entre socios, entre los que, como se discutirá en apartados sucesivos, no sólo podrán incluirse mecanismos de tutela de mayoritarios y minoritarios (e.g., cláusulas de *tag along* y cláusulas de *drag along*), sino también la inclusión de mecanismos alternativos de resolución de controversias para las disputas societarias.

En segundo lugar, permitiendo que la SAS pueda ser constituida por un único socio se pone fin a un debate eminentemente dogmático y semántico en el que se discutía si el concepto de sociedad permite la existencia de tipos societarios unipersonales o, por el contrario, se exige la pluralidad de personas que se parece desprenderse de la acepción, regulación y naturaleza tradicional de las sociedades.<sup>23</sup> En nuestra opinión, el debate no debería centrarse tanto en si el concepto dogmático o etimológico de sociedad permite o no la existencia de un socio en el momento de constitución, sino en la deseabilidad y posibles riesgos de esta medida. Si se entiende que permitiendo la constitución de sociedades por parte de un socio único se va a promover el emprendimiento y la formalización de empresas y, sin embargo, no existen costes o daños para terceros, parecerá deseable que se admita esta posibilidad. Y a nuestro juicio, la respuesta a este interrogante probablemente sea afirmativa. No obstante, como la existencia de sociedades unipersonales puede ser un factor relevante a conocer por terceros, quizás parecería necesario que, en estos casos, se exijan niveles superiores de publicidad, por ejemplo, relevando en el Registro Público correspondiente la identidad del socio único.

En tercer lugar, la SAS permite reducir determinadas formalidades de dudosa eficiencia y eficacia para la protección de terceros. Entre estas formalidades, se logra superar el

---

Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE LAW JOURNAL 87 (1989).

<sup>23</sup> Prueba de esta circunstancias es que, en la actualidad, Ecuador no permite constituir “sociedades” unipersonales pero sí “empresas unipersonales”. A nuestro modo de ver, esta opción de política legislativa que demuestra la influencia de postulados meramente dogmáticos-terminológicos en la construcción del Derecho de sociedades en Ecuador, unida a la escasa libertad contractual de la empresa unipersonal de responsabilidad limitada, es lo que ha provocado, probablemente, el escaso éxito de esta figura.

–anacrónico– debate sobre el capital social.<sup>24</sup> En este sentido, al no exigir un capital social mínimo y establecer un régimen jurídico del capital de mantenimiento, distribución de beneficios y disolución de sociedades, tipos societarios como la SAS permiten favorecer el emprendimiento y la regularidad de empresas, aunque sin perjudicar la protección de terceros. Y si la finalidad del capital fuera la protección de terceros, creemos más deseable la implementación de medidas más eficientes y efectivas para la protección de terceros, como pudiera ser la prioridad en caso de concurso o la existencia de un seguro obligatorio en sociedades altamente expuestas a responsabilidad extracontractual y, por tanto, a posibles acreedores involuntarios.<sup>25</sup> De manera similar, la SAS también suprime otros requisitos formales exigidos para la constitución de sociedades, tales como la intervención de notarios. En nuestra opinión, mientras que la exigencia de estos intermediarios genera un coste económico y temporal explícito y medible, los beneficios asociados a esta figura en términos de seguridad jurídica y cumplimiento de la legalidad no resultan claros. Por tanto, salvo que la evidencia empírica evidenciara estos últimos beneficios, creemos que resulta más razonable suprimir la intervención de los intermediarios de cualquier naturaleza, máxime, en países en desarrollo, como pudiera ser el caso de Ecuador.<sup>26</sup>

Finalmente, la división en acciones del capital de la SAS también permite superar el anacrónico dilema de la naturaleza jurídica de las distintas figuras jurídicas representativas de las partes alícuotas del capital social de una compañía, como pudieran ser las acciones (en las sociedades anónimas) y las participaciones sociales (en las sociedades de responsabilidad limitada). De esta manera, no sólo se evitan problemas terminológicos (e.g., accionista, socio, etc.) que sólo distraen la atención de temas más relevantes, sino que también se resuelven determinados problemas prácticos (e.g., transmisibilidad, tratamiento fiscal, naturaleza de valor negociable, etc.), y además se otorga el mismo tratamiento a figuras que resultan funcionalmente

---

<sup>24</sup> John Armour, *Legal Capital: An Outdated Concept?* 1 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 5 (2006); Luca Enriques y Jonathan Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL LAW REVIEW 1165 (2001).

<sup>25</sup> Véase Aurelio Gurrea Martínez, *El cuestionado protagonismo de los acreedores en el Derecho de sociedades español y europeo: causas e implicaciones*, BLOG HAY DERECHO, 29 DE MAYO DE 2017 (disponible en <https://hayderecho.expansion.com/2017/05/29/el-cuestionado-protagonismo-de-los-creedores-en-el-derecho-de-sociedades-espanol-y-europeo-causas-e-implicaciones/>)

<sup>26</sup> En países en desarrollo, estos profesionales pueden tener una menor formación técnica y, por tanto, aportar menos valor. En segundo lugar, el incremento de las barreras de entrada al emprendimiento formal puede ocasionar mayores costes económicos y sociales en estas economías. Finalmente, y como evidencia la literatura empírica, el uso de intermediarios y, en general, de barreras de entrada al emprendimiento, está asociado a países con mayores niveles de corrupción. En este sentido, véase Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Schleifer, 117 *The Regulation of Entry*, QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 1 (2000).



similares, y, de hecho, atribuyen a sus titulares similares derechos y obligaciones en la sociedad.

#### 4. Derechos de los socios

Entre las características esenciales de las sociedades de capital se encuentra la separación entre propiedad y control a través de un órgano de dirección delegado que gestione y represente a la compañía y, por tanto, de manera indirecta, a todos los accionistas.<sup>27</sup> Esta dirección delegada de la compañía puede generar diversas eficiencias. Por un lado, puede permitir que profesionales cualificados y expertos sean quienes dirijan la compañía en el propio beneficio de los accionistas. Por otro lado, permite reducir costes de coordinación en la toma de decisiones. No obstante, con este atributo de las sociedades de capital surge precisamente uno de los problemas esenciales que pretende minimizar el Derecho de sociedades: los denominados problemas de agencia o, si se quiere, los conflictos entre administradores y accionistas, identificados con que los primeros maximicen su interés personal a expensas de los accionistas.<sup>28</sup>

Para ser más precisos, la delegación de facultades de administración de la compañía a un tercero puede ocasionar dos tipos de problemas agencia: (i) aquellos que se derivan estrictamente de la relación entre accionistas y administradores (*managerial agency problems*), en la que estos últimos maximizan su propio interés a expensas de todos los accionistas; y (ii) los problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, identificados con que los primeros, ayudados normalmente por los administradores (a quienes nombra, retribuye y destituye el socio de control, cuando no recae en el propio socio de control la condición de administrador), extraen valor de la compañía a expensas de los accionistas minoritarios.

Para minimizar los problemas anteriores, y asegurar que el interés de los administradores está alineado con el de los accionistas, y que, al mismo tiempo, los accionistas mayoritarios no se enriquecen a costa de los minoritarios, existen diversas estrategias legales, contractuales y de mercado. Como *mecanismos de mercado*, quizás uno de los más conocidos sea la existencia del mercado para el control corporativo. En efecto, la existencia de cambios hostiles de control, normalmente a través de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS), puede provocar que, desde una perspectiva *ex ante*,

---

<sup>27</sup> John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Mariana Pargendler, *What Is Corporate Law?*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Oxford University Press, 2007), pp. 11-13.

<sup>28</sup> Véase por todos Michael C. Jensen y William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 305 (1976).

los administradores maximicen el valor de la compañía y, con ello, el interés de los accionistas.<sup>29</sup> De lo contrario, si la compañía se encontrara infravalorada como consecuencia de una gestión inadecuada o ineficiente de los administradores, no sólo podría verse dañada la reputación de los administradores (sirviendo así el propio mercado como mecanismo de protección de los accionistas) sino que también se elevaría el riesgo de que la compañía fuera objeto de una OPA hostil que, en ocasiones, incluso podrá ser realizada por los propios competidores. Y, como en caso de éxito, los administradores de la sociedad adquirida probablemente pierdan sus cargos, ya que el nuevo adquirente querrá designar a las personas que crea de su confianza, la existencia de OPAS incentivará que, desde una perspectiva *ex ante*, los administradores maximicen el valor de la compañía y, con ello, el interés de los accionistas. De esta manera, no sólo tendrán a los accionistas más satisfechos con la gestión de los administradores sino que, además, la compañía resultará menos atractiva para un potencial adquirente, no sólo por el mayor coste que implicaría la transacción sino también por no resultar una compañía infravalorada sobre la que el adquirente pueda obtener un rendimiento adicional por una mejora en su gestión.

Entre los *mecanismos contractuales* para minimizar problemas de agencia se encuentran los posibles pactos de socios y la propia retribución de los administradores. En concreto, a través de la retribución de los administradores, los accionistas pueden diseñar mecanismos que permita alinear sus intereses con el de los administradores, como probablemente ocurra en sistemas de retribución variable o a través de opciones sobre acciones (*stock options*). Por su parte, a través de acuerdos como los de derecho de acompañamiento (*tag along*) o derecho de arrastre (*drag along*), los accionistas pueden minimizar posibles problemas de oportunismo por socios mayoritarios o minoritarios, respectivamente.<sup>30</sup>

Finalmente, el legislador societario debe prever diversos *mecanismos legales* para evitar las situaciones de oportunismo entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios, así como entre administradores y accionistas. Entre estos mecanismos se

---

<sup>29</sup> Sobre la función económica del mercado para el control corporativo, véase por todos Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 THE JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 110 (1965); Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *The Proper Role of the Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161 (1981).

<sup>30</sup> Sobre las cláusulas de acompañamiento y arrastre y, en general, sobre pactos parasociales, puede verse María Isabel Sáez Lacave, *Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces*, INDRET REVISTA PARA EL ANÁLISIS DEL DERECHO 3, 2009; María Isabel Sáez Lacave y Nuria Bernejo Gutiérrez, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad: A vueltas con los pactos de tag – y de drag- along*, INDRET REVISTA PARA EL ANÁLISIS DEL DERECHO 1 (2002); Fabricio Dávila, *Los pactos de socios: su validez y enforcement en el derecho ecuatoriano*, REVISTA JURÍDICA NO. 11 ACADEMIA ECUATORIANA DE DERECHO SOCIETARIO (2017); CÁNDIDO PAZ-ARES, *El enforcement de los pactos parasociales*, ACTUALIDAD JURÍDICA URÍA & MENÉNDEZ, NÚM. 5 (2003).

encuentran los deberes y la responsabilidad de los administradores, así como los derechos de los accionistas. A tales efectos, no obstante, conviene tener en cuenta que un excesivo régimen de poder y de responsabilidad de administradores puede ser tan perjudicial para los accionistas como un régimen demasiado restrictivo permisivo o restrictivo, respectivamente. Del mismo modo, un excesivo poder otorgado a los accionistas también puede ocasionar diversas ineficiencias y externalidades.<sup>31</sup> Por este motivo, un moderno Derecho de sociedades debe prever un adecuado balance entre las facultades del órgano de administración y los derechos de los accionistas, salvo que los accionistas expresamente, y asumiendo los posibles costes de su intervención, decidan incrementar su participación en la gestión de la compañía.<sup>32</sup>

Con carácter general, parece deseable que los administradores asuman la gestión y representación de la compañía, así como, en su caso, otras funciones técnicas como la formulación de las cuentas anuales. En determinados países, como podría ser el caso paradigmático de Estados Unidos, los administradores asumen un nivel de competencias mayor, que, a diferencia de lo que acontece en la mayoría de países del mundo, incluso les permite impedir el éxito de una OPA. En nuestra opinión, aunque la deseabilidad de esta opción de política legislativa resulte discutida en Estados Unidos<sup>33</sup>, todavía resultaría más controvertida en países como Ecuador, donde, como consecuencia de la existencia de accionistas de control y estructuras de capital concentrado, apenas existen problemas de acción colectiva y parecería aún más

---

<sup>31</sup> Sobre los costes que puede generar asignar a los accionistas el control de la compañía, véase por todos Zohar Goshen y Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUMBIA LAW REVIEW 767 (2017). Véase también Stephen Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1735 (2006). Entre las externalidades que puede ocasionar otorgar el poder a los accionistas (sobre todo, cuando se trata de accionistas activos como los *hedge funds*), también se ha comentado que se encuentra el denominado problema del cortoplacismo. No obstante, desmontando esta hipótesis, véase Lucian A. Bebchuk, Alon Brav y Wei Jian, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUMBIA LAW REVIEW 1085 (2015); Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism-In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 THE BUSINESS LAWYER 977 (2013).

<sup>32</sup> Esta interpretación puede resultar controvertida, habida cuenta de que, como se ha comentado, un excesivo poder a los accionistas puede ocasionar determinados costes y externalidades, tal y como se ha comentado. No obstante, creemos que la interpretación más respetuosa con la naturaleza contractual de las sociedades, al ser una institución que, si bien puede no ser entendida como un contrato, al menos resulta innegable que surge del mismo. Por tanto, aunque puedan —e incluso deban— preverse algunas normas limitadoras del poder de los accionistas en determinados supuestos, o el legislador decida prever determinadas reglas supletorias que crea más eficientes, creemos que, con carácter general, el interés social debe estar determinado por la voluntad de los socios, dentro de los límites previstos por el legislador. En sentido similar, véase Jonathan R. Macey, *CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT, PROMISES BROKEN* (Princeton University Press, 2008), p. 2.

<sup>33</sup> Son varios, en este sentido, los autores que han abogado por restringir el poder de los administradores en situaciones de OPA hostil en Estados Unidos. Véase, Frank H. Easterbook y Daniel R. Fischel, *The Proper Role of the Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161 (1981); Lucian A. Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 973 (2002); Lucian A. Bebchuk y Alma Cohen, *The Costs of Entrenched Boards*, 78 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 409 (2005); Aurelio Gurrea Martínez, *New Agency Problems, New Legal Rules? Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER 3/2016 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2766208](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2766208)).

congruente y deseable que los accionistas decidieran sobre el futuro de la compañía, tal y como ocurre en Ecuador y la mayoría de países de América Latina, Asia y Europa.

A nuestro modo de ver, los derechos de los accionistas deben incluir todos aquellos que puedan ser necesarios para evitar situaciones de oportunismo de los administradores y socios de control. Por tanto, deberían incluir, entre otros: (i) el derecho al dividendo y la cuota que corresponda de la eventual liquidación de la compañía; (ii) el derecho al voto, salvo que los accionistas expresamente renuncien a este derecho mediante la adquisición de acciones sin voto; (iii) el derecho a la suscripción preferente de acciones, salvo que existan motivos o particularidades que justifiquen la supresión de este derecho; (iv) el derecho a la asistencia a la asamblea general de accionistas, salvo que el legislador decidiera que, para las sociedades cotizadas, se pudiera limitar este derecho a través de los estatutos sociales; (v) el derecho a aprobar las cuentas anuales, salvo que, como ocurre en Estados Unidos, las competencias relativas a la formulación y aprobación de cuentas se reserve de manera exclusiva a los administradores; (vi) el derecho de determinados interesados a solicitar, en determinados supuestos, el nombramiento de un auditor de cuentas; (vii) el derecho de determinados interesados a solicitar, en determinados supuestos, la inspección de los libros sociales; (viii) el derecho de los accionistas y, en determinadas jurisdicciones, acreedores a demandar a los administradores por posibles incumplimientos de sus deberes legales y fiduciarios; (ix) el derecho a recibir por anticipado la información que pudiera ser discutida en una asamblea general de accionistas; (x) el derecho a impugnar aquellas resoluciones de la asamblea general o del consejo de administración que puedan ser contrarias a las leyes o los estatutos sociales; (xi) el derecho a solicitar la disolución de la sociedad bajo determinados supuestos; (xii) en fin, cualquier otro que se previera en los estatutos sociales.<sup>34</sup>

En el contexto ecuatoriano, propondríamos que los derechos de los accionistas sean los previstos en la SAS colombiana, que son la mayoría de los anunciados anteriormente. Asimismo, creemos que resultaría deseable que la nueva normativa societaria ecuatoriana implementara o reforzara una serie de derechos adicionales para los accionistas, entre los que destacar: (i) el derecho de los accionistas minoritarios de demandar a los administradores sociales sin necesidad de existir un acuerdo de la asamblea general de accionistas, implementándose de esta manera las denominadas

---

<sup>34</sup> La mayoría de estos derechos, de un modo u otro, se consagran actualmente en la Ley de Compañías ecuatoriana, así como, con carácter general, en la mayoría de jurisdicciones de nuestro entorno.

“acciones derivadas” existentes en otros países de nuestro entorno<sup>35</sup>; (ii) el derecho de los accionistas *minoritarios* de decidir por mayoría (esto es, a través de una mayoría de la minoría) determinadas decisiones relevantes en las que el socio mayoritario pueda encontrarse de manera directa o indirecta en una situación de conflicto de interés; (iii) el derecho de los accionistas minoritarios de incorporar puntos en el orden del día, siempre y cuando lo comuniquen en tiempo, forma y con las exigencias de participación que pudiera exigir el legislador; (iv) el derecho a que cualquier enajenación de activos sea aprobada por la asamblea general de accionistas, salvo que la contraparte de la compañía fuera el socio de control, en cuyo caso debería ser aprobada por una mayoría de la minoría de accionistas. Asimismo, en el ámbito de las *sociedades anónimas cotizadas*, también parecería deseable que, tal y como será comentado en apartados posteriores, los accionistas minoritarios puedan nombrar, al menos, a un consejero independiente.

Un derecho más problemático existente en determinados países con accionistas de control, como pudiera ser el caso paradigmático de Colombia, Argentina, España, México o Ecuador, es la existencia de un dividendo obligatorio.<sup>36</sup> En nuestra opinión, aunque la existencia de este derecho tenga más sentido en países de capital concentrado, en los que existe un mayor riesgo de oportunismo de mayoritarios sobre minoritarios que podría traducirse en una falta de reparto de dividendos, no creemos que esta medida resulte especialmente deseable por varios motivos. En primer lugar, una falta de reparto de dividendos puede obedecer a criterios exclusivamente empresariales que nada tengan que ver con la expropiación de los minoritarios. Por tanto, la implementación de esta medida puede perjudicar la estrategia a largo plazo de la compañía y, por tanto, el interés de la sociedad. En segundo lugar, no siempre resulta sencillo fijar los parámetros para el reparto, sobre todo si, como se ha hecho en algunas

---

<sup>35</sup> Para un análisis de las acciones derivadas en diferentes jurisdicciones, puede verse Martin Gelter, *Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?* 37 BROOKLYN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 843 (2012); Arad Reisberg, *DERIVATIVE ACTIONS AND CORPORATE GOVERNANCE* (Oxford University Press, 2007); Dan W. Puchniak, *The Derivative Action in Asia: A Complex Reality?* 9 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 1 (2012). En Colombia, estas acciones fueron propuestas en el Proyecto de Reforma al Régimen Societario elaborada en 2015 por la Superintendencia de Sociedades (véase <https://www.supersociedades.gov.co/Historial%20de%20Noticias/2015/Septiembre/Libro%20proyecto%20de%20reforma.pdf>). En este sentido, los autores de la propuesta colombiana proponen un régimen similar al previsto en Estados Unidos, esto es, sin exigir una participación mínima para el ejercicio de la acción, tal y como se prevé en otras jurisdicciones de nuestro entorno. A nuestro modo de ver, el diseño de estas acciones debe tener en cuenta, por un lado, la facilitación de la acción (sobre todo, en países con escasos mecanismos legales, institucionales y de mercado para garantizar el *enforcement* de los deberes fiduciarios de los administradores, tal y como pudiera ser el caso de Ecuador), con la minimización del uso oportunista de la misma. La propuesta de reforma societaria colombiana de 2015, en este sentido, parece adoptar un adecuado equilibrio en materia de acciones derivadas, por lo que el régimen propuesto en Colombia podría servir de inspiración para la futura reforma societaria ecuatoriana.

<sup>36</sup> En la actualidad, las sociedades anónimas en Ecuador deben repartir el 50% de los dividendos si al menos una persona con derecho a un solo voto decide votar a favor del reparto.

jurisdicciones de nuestro entorno como podría ser el caso paradigmático de España, la exigencia del reparto se establece sobre valores contables (e.g., resultados) y no financieros (e.g., flujos de caja). A modo de ejemplo, si el reparto se referencia en magnitudes contables, un reparto obligatorio podría proceder, de manera indeseable, cuando la compañía tenga resultados contables positivos pero, sin embargo, no tenga tesorería. Asimismo, también podría ocasionar que, como medida para evitar el reparto de dividendos, los administradores y/o socios de control incrementen o reduzcan de manera oportunista e incluso fraudulenta los ingresos o gastos contables, habida cuenta de la subjetividad que, a diferencia de las magnitudes financieras, tienen las variables contables (sobre todo, aquellas relacionadas con depreciaciones y pérdidas por deterioro de valor). Finalmente, creemos que, como consecuencia de la libertad contractual que proponemos para los tipos societarios, las propias compañías tendrán incentivos para implementar un dividendo obligatorio en sus estatutos sociales siempre que lo consideren oportuno y eficiente para la atracción de inversores minoritarios. Por tanto, no resulta necesario que el legislador realice ninguna actuación al efecto, y mucho menos con carácter imperativo.

## **5. Funcionamiento, composición y retribución del órgano de administración**

### **5.1. El órgano de administración de la sociedad**

Una sociedad no cotizada debería tener la posibilidad de ser organizada como mejor convenga a los socios y la propia compañía. Por tanto, creemos que, en la línea de la libertad contractual que se ha propuesto, así como la reducción de costes formales que debería regir en el diseño de los tipos sociales de las compañías cerradas, el legislador ecuatoriano no debería imponer en el futuro ningún tipo de forma de organización para estas compañías. En consecuencia, de manera similar a lo que acontece en la actualidad, las sociedades deberían tener la posibilidad de ser administradas, si quisieran, por un administrador único, por varios administradores que actúen de manera solidaria o mancomunada, por un consejo de administración, o por cualquier otra forma de administración que pudieran estimar oportunos los accionistas.

En segundo lugar, creemos que para las *sociedades anónimas no cotizadas* debería abolirse la figura del comisario, al suponer un coste que no resulta justificado económicamente, ni tampoco en términos de protección de acreedores o accionistas minoritarios, que incluso podrían ni existir en las sociedades cerradas o, cuando existieran, requerir mecanismos alternativos como condición para otorgar financiación a

la empresa (e.g., auditoría voluntaria de estados financieros en el caso de accionistas o acreedores, o *covenants* y garantías en el caso de acreedores).

En el caso de las *sociedades anónimas cotizadas*, no obstante, creemos que el legislador debería ser más intrusivo, habida cuenta de las mayores implicaciones, riesgos y alcance de estas entidades. En este caso, creemos que el legislador ecuatoriano debería emprender varias medidas. En primer lugar, debería imponer, de manera expresa, la forma de *consejo de administración* como sistema de gestión y representación de las sociedades cotizadas, al objeto de incentivar, en el ámbito de estas compañías, que las decisiones sean tomadas de manera colegiada y, por tanto, con mayores niveles de información, deliberación y análisis. En segundo lugar, y en el caso de mantener el sistema de administración vigente, en el que existe el nombramiento obligatorio de un *comisario*, creemos que debería cambiarse el sistema de nombramiento del comisario. En concreto, para evitar que el comisario pueda beneficiar a las personas que influyen o incluso deciden su nombramiento (principalmente, el socio de control), y promover, además, que esta figura genere confianza *ex ante* sobre posibles inversores interesados en la compañía, proponemos que esta figura sea nombrada por una mayoría cualificada de accionistas o, en su caso, por una mayoría de la asamblea general, seguida de una mayoría de la minoría. Finalmente, creemos que, junto al modelo de administración vigente, debería permitirse la posibilidad de que las sociedades cotizadas ecuatorianas optaran por un *sistema de administración monista* (esto es, integrado exclusivamente por un consejo de administración, sin perjuicio de que, en estos casos, se exijan consejeros independientes y comités especializados dentro del Consejo) o, en su caso, por un *sistema de administración dual* caracterizado por la existencia de un comité ejecutivo y un comité de vigilancia o supervisión.<sup>37</sup> De esta manera, las sociedades podrían optar por el modelo de administración que les permita operar de manera más eficiente y que –si quieren tener acceso a financiación externa– genere mayor confianza entre los inversores.

---

<sup>37</sup> Sobre los distintos modelos de administración, véase por todos Marco Ventoruzzo et al, *COMPARATIVE CORPORATE LAW* (West Academic Publishing, 2005), pp. 249-257. Entre los modelos existentes, el sistema ecuatoriano de administración se asimilaría al modelo que, en la obra de Ventoruzzo y sus coautores, se denomina “tradicional”, y que también existen en Italia y, aunque con matices, en Japón. El segundo modelo de administración, que ha tenido mayor éxito a nivel internacional, es el sistema monista, existente en países como Reino Unido, Estados Unidos, España, Colombia o Singapur. Finalmente, el tercer modelo, en el que coexisten un comité ejecutivo y un comité de vigilancia, es el modelo germánico, que ha tenido cierta aceptación en Europa continental y Asia. Para un análisis de este último modelo, véase por todos Klaus J. Hopt, *The German Law of and Experience with the Supervisory Board*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER NO. 305/2016 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2722702](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2722702)).

## 5.2. Composición del consejo de administración

El consejo de administración debe estar formado por un número de consejeros que permitan una toma de decisión adecuada.<sup>38</sup> Por tanto, a pesar de que el número de consejeros existente entre compañías, y algunas jurisdicciones impongan un número mínimo y máximo de consejeros, no creemos que exista un número concreto que resulte adecuado para todas las empresas. El número deseable de consejeros dependerá del tipo de empresa y sector en el que opere la compañía. En todo caso, y por la naturaleza colegiada de este órgano de administración, creemos que se debería imponer un mínimo de tres miembros en los consejos de administración, que debería elevarse al menos a cinco en el ámbito de las sociedades cotizadas.

De manera más importante a la composición cuantitativa, creemos que conviene realizar un mayor análisis sobre la *composición cualitativa* del consejo de administración. En este sentido, y sin perjuicio de las particularidades que pueda exigir cada empresa o sector, creemos que, cuando menos, el consejo de administración de una sociedad cotizada debería estar compuesto por diferentes tipos de consejeros, incluyendo *consejeros ejecutivos*, *consejeros independientes*, y *consejeros no ejecutivos*, entre los que destacar especialmente la presencia de consejeros representantes de los accionistas, denominados *consejeros dominicales* en determinadas jurisdicciones.<sup>39</sup>

A través de la existencia de *consejeros ejecutivos*, que normalmente serán el consejero delegado de la compañía (CEO) y otros altos ejecutivos, el consejo de administración logrará el grado de conocimiento y pericia sobre los asuntos propios del negocio que resultan necesario para una adecuada toma de decisiones. Por su parte, a través de la existencia de consejeros dominicales, el consejo de administración tendrá mayores incentivos a tomar decisiones que resulten deseables para el interés de los accionistas, habida cuenta de que estos consejeros-accionistas, en ocasiones con elevada participación en el capital, tendrán mayor interés económico en la compañía (en la

---

<sup>38</sup> En lo sucesivo, y salvo indicación en contrario, la referencia al consejo de administración se entenderá referida al sistema de administración monista, integrado exclusivamente por un único órgano, sin perjuicio de la posible existencia de comités o subcomités específicos dentro del Consejo. Este consejo de administración o directorio apenas goza de regulación en Ecuador, salvo para determinadas entidades especiales (especialmente bancos, casas de valores, administradores de fondos, etc.). En nuestra opinión, resultaría deseable una regulación extensiva del consejo de administración, especialmente en el ámbito de las sociedades cotizadas.

<sup>39</sup> Esta acepción es utilizada, por ejemplo, en España. Sobre la figura de los consejeros dominicales y, en general, la tipología de consejeros existente en el Derecho español, véase por todos Javier García de Enterría, *La composición del consejo de administración de las sociedades cotizadas: la función de los consejeros ejecutivos y dominicales*, en AAVV, ESTUDIOS SOBRE DERECHO DE SOCIEDADES: "LIBER AMICORUM" PROFESOR LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (Aranzadi, 2016), pp. 551-578; Fernando Vives, *La estructura del órgano de administración y el Estatuto del Administrador en las Sociedades Cotizadas Iberoamericanas*, EL GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA (2015); Candido Paz-Ares, *Identidad y diferencia del consejero dominical*, en AAVV, ESTUDIOS SOBRE ÓRGANOS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL (Aranzadi, Vol. 2, 2017).



terminología anglosajona, tendrán más “*skin in the game*”), y, por tanto, se encontrarán internalizando los posibles costes de sus decisiones. En consecuencia, el interés de los administradores se encontrará más alineado con el interés de los accionistas en su conjunto. Finalmente, a través de la existencia de *consejeros independientes*, se permitirá que los *insiders* de la compañía no maximicen su interés personal a expensas de los *outsiders*, normalmente a través de la extracción de valor de la compañía en forma de retribuciones excesivas, transacciones con partes relacionadas u otro tipo de prácticas expropiatorias. En este sentido, no obstante, conviene tener en cuenta que el concepto de *insiders* y *outsiders* diferirá entre compañías. En sociedades con accionistas dispersos, los *insiders* serán los administradores y altos ejecutivos, mientras que todos los accionistas serían considerados *outsiders*, al no tener conocimiento ni influencia sobre la gestión de la entidad. Por su parte, en el caso de sociedades con accionistas de control, el concepto de *insider* también englobará a los accionistas de control, no sólo por sus mayores incentivos para vigilar estrechamente al órgano de administración sino también –y sobre todo– por ser la persona que, *de facto*, tendrá la posibilidad de nombrar, destituir y retribuir a los administradores. En estas sociedades, por tanto, el concepto de *outsider* no englobaría a todos los accionistas sino sólo a los accionistas minoritarios, o, si se quiere, a todos los accionistas a excepción del socio u socios de control.

Como consecuencia de lo anterior, parece razonable pensar que los consejeros independientes no sólo contribuyan a la protección de los accionistas en su conjunto en sociedades con capital disperso y a los accionistas minoritarios en el caso de sociedades con accionistas de control, sino también, desde una perspectiva *ex ante*, al fortalecimiento de la confianza necesaria para incentivar la captación de inversores externos y, con ello, contribuir a la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de valores y la generación de riqueza, trabajo y bienestar social.

A pesar de la valiosa tarea asignada a los consejeros independientes, la justificación y deseabilidad de este tipo de consejeros parte del hecho de que, en sus labores de control y vigilancia de los *insiders*, los consejeros independientes actuarán con absoluta neutralidad y abogando siempre por el interés de la compañía. Sin embargo, el hecho de que existan socios de control puede dificultar la *credibilidad* de los consejeros independientes.<sup>40</sup> En concreto, el hecho de que el accionista de control pueda decidir,

---

<sup>40</sup> Apuntando este problema, véase John Armour, Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, Mathias Siems y Ajit Singh, *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, ECGI LAW WORKING PAPER N° 108 (2008), pp. 40; Umakanth Varottil, *Evolution and Effectiveness of Independent Directors in Indian Corporate Governance*, 6 HASTINGS BUSINESS LAW JOURNAL 281 (2010); Wolf-Georg Ringe, *Independent Directors: After the Crisis*, 14 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION

en última instancia, mediante su voto en la asamblea general, sobre el nombramiento y destitución de los administradores (incluyendo los consejeros independientes) no sólo puede incentivar que, en el caso de decisiones conflictivas, los consejeros independientes antepongan el interés del socio de control sobre el interés de la compañía, sino también que, aunque este escenario nunca llegara a ocurrir, los inversores externos pudieran creerlo –y descontarlo– como probable. Por tanto, esta falta de confianza de los inversores externos, agravada por la falta de protección de accionistas minoritarios que existen en países como Ecuador, donde no sólo existen menores remedios legales para la protección de accionistas minoritarios sino también instituciones (e.g., sistema judicial) y mercados menos eficientes y sofisticados que perjudican esta tutela, provocará una mayor aversión de los inversores para participar en el capital de las compañías ecuatorianas.

En consecuencia, creemos que sería deseable implementar un sistema de consejeros independientes en los que los minoritarios tengan el poder de nombrar, al menos, a *un miembro* del consejo de administración y, además, el resto de consejeros independientes sean nombrados por la asamblea general (en la que influenciará principalmente el socio de control) y por un porcentaje mínimo de los minoritarios.<sup>41</sup> En concreto, sobre la participación de los minoritarios en el proceso de nombramiento, creemos que debería exigirse una mayoría de la minoría que ratificara el candidato aprobado por la asamblea general (que probablemente será el “favorito” de los mayoritarios) y, si no se obtuviera esta mayoría, exigir simplemente una *minoría de la minoría* en segunda convocatoria.<sup>42</sup> De esta manera, se impedirá una indeseable situación de oportunismo o incluso bloqueo en el sistema de elección y destitución de los consejeros independientes, aunque garantizando un mínimo de aceptación por parte de los minoritarios.

A nuestro modo de ver, este sistema no sólo provocaría que las sociedades ecuatorianas tuvieran unos verdaderos *outsiders* en el consejo de administración que tengan mejores incentivos para reducir posibles prácticas expropiatorias de los accionistas mayoritarios sobre los minoritarios (*tunneling*), sino que, de manera más importante, generaría una mayor *confianza* sobre posibles inversores externos

---

LAW REVIEW 401 (2013); María Gutiérrez y Maribel Sáez, *Deconstructing Independent Directors*, 13 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 63 (2013); Lucian A. Bebchuk y Assaf Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, 165 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1271 (2017).

<sup>41</sup> Véase Aurelio Gurrea Martínez y Oliver Orton, *Hacia un sistema creíble de directores independientes en las sociedades cotizadas latinoamericanas*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 3/2018 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3144054](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3144054)). En sociedades con un determinado número de consejeros (por ejemplo, siete u ocho) podría exigirse al menos dos consejeros nombrados por los minoritarios, tal y como ocurre en Italia.

<sup>42</sup> Esta propuesta se sugiere en Aurelio Gurrea Martínez y Oliver Orton (2018). Véase nota 41.

(principalmente extranjeros e institucionales).<sup>43</sup> En consecuencia, podría contribuir a la financiación de las empresas ecuatorianas –en beneficio de los propios accionistas de control– y al desarrollo del mercado de valores en el país. Además, el hecho de tener unos consejeros verdaderamente “externos” incentivaría que los *insiders* tomaran sus decisiones de manera más informada y profesionalizada (entre otros motivos, porque la existencia de “externos” probablemente motive que los *insiders* preparen las reuniones del consejo de administración de manera más organizada e informada), y que, además, estas decisiones se nutrieran de la opinión de terceros que incentivarán el debate y el disenso.<sup>44</sup> Por tanto, creemos que este sistema podría mejorar la toma de decisiones empresariales de las empresas ecuatorianas.

En todo caso, y para evitar que existan posibles situaciones de oportunismo de los minoritarios, o que este sistema impida al socio mayoritario diseñar la estrategia y estructura corporativa de la compañía, creemos que, a través de una mayoría general de la asamblea general de socios, el socio de control debería tener la posibilidad de nombrar a la *mayoría de miembros* del consejo de administración.<sup>45</sup> Además, también creemos que un consejo de administración compuesto mayoritariamente por independientes podría perjudicar el nivel de conocimiento de la empresa y el negocio. Por tanto, recomendaríamos que el número de consejeros independientes fuera inferior a la mitad de los miembros del consejo. De esta manera, sería el socio de control quien, de manera directa o indirecta, nombraría al resto de consejeros y, por tanto, tendría la potestad de fijar la estrategia de la compañía. Por tanto, nuestro sistema de consejeros independientes no pretende reducir la capacidad del socio de control para diseñar la estrategia de la compañía sino, simplemente, asegurar que, en la implementación y ejecución de esta estrategia, no se expropia a los minoritarios.<sup>46</sup> Indirectamente, además, a través de conseguir este objetivo, se pretende que los socios de control, las compañías cotizadas y la sociedad ecuatoriana en general se beneficien del mayor grado de *confianza* que existirá por parte de los inversores externos, que es algo que podrá favorecer la financiación de empresas, el desarrollo del mercado de capitales y la atracción de inversión en el país.

---

<sup>43</sup> Véase nota 41.

<sup>44</sup> Piergaetano Marchetti, Gianfranco Siciliano y Marco Ventrizzo, *Dissenting directors*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE LAW WORKING PAPER NO. 332/2016 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2854768](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2854768)).

<sup>45</sup> Proponiendo esta tesis, véase Bebchuk y Hamdani (2017) y Gurrea Martínez y Orton (2018), en las notas 40 y 41, respectivamente.

<sup>46</sup> En definitiva, la sugerencia en materia de consejeros independientes recogida en este documento recogería la propuesta de Gurrea Martínez y Orton (2018). Véase nota 41.

Junto a la existencia de estos consejeros, también recomendaríamos varias prácticas adicionales en materia de gobierno corporativo que, idealmente, deberían estar plasmadas en un *Código de Buen Gobierno Corporativo*,<sup>47</sup> o, en el caso de varias de estas prácticas, al menos, en la propia normativa de sociedades a través de un estatuto jurídico de la *sociedad anónima cotizada*. En primer lugar, recomendaríamos la creación de un Comité de retribuciones, un Comité de nombramientos y un Comité de auditoría que estén compuestos principalmente por consejeros independientes y que contribuya a la neutralidad, profesionalidad y adecuado diseño de las prácticas relacionadas con el nombramiento y retribución de los administradores, así como el nombramiento, relación y control con los auditores de cuentas de la compañía.<sup>48</sup> En segundo lugar, recomendaríamos promover políticas de diversidad en el consejo de administración, no sólo por una cuestión de paridad, sino también porque los propios estudios empíricos parecen evidenciar los beneficios de la diversidad.<sup>49</sup> Finalmente, creemos que la innovación tecnológica y los nuevos riesgos asociados a ciberataques puedan

---

<sup>47</sup> Este Código de Buen Gobierno corporativo podría acoger el tradicional enfoque de “cumplir o explicar” (*comply or explain*) que se ha adaptado en la mayoría de países de nuestro entorno. Sin embargo, habida cuenta de la menor sofisticación del mercado de valores en Ecuador, y, por tanto, del menor daño reputacional –y consecuentes incentivos *ex ante*– que pueda ocasionar el incumplimiento de ciertas prácticas objetivamente deseables, creemos que ciertas normas básicas de gobierno corporativo de Ecuador deberían tener carácter imperativo.

<sup>48</sup> La existencia de estos comités existe en la mayoría de países de nuestro entorno y ayuda a decidir sobre cuestiones que exigen un conocimiento más específico o la abstención de determinados consejeros que puedan estar en una situación de conflicto de interés. A modo de ejemplo, sería incongruente, por un motivo de evidente conflicto de interés, que los ejecutivos decidieran cómo diseñar su propia retribución. Por este motivo, parece más deseable delegar esta tarea a un comité especializado, sin perjuicio de que la propuesta de este comité se someta a la aprobación del Consejo de administración o, como parece más deseable, de la asamblea general de accionistas.

<sup>49</sup> Aunque la evidencia empírica no resulte pacífica, la mayoría de estudios suelen arrojar datos positivos sobre la diversidad. En diversos estudios, por ejemplo, se muestra el resultado positivo que supone la diversidad de género en el *management* sobre el resultado de la compañía. En este sentido, Lone Christiansen, Huidan Lin, Joana Pereira, Petia Topalova y Rima Turk *Gender Diversity in Senior Positions and Firm Performance: Evidence from Europe*, IMF Working Paper 16/50 (2016); Mareva Sabatier, *A women’s boom in the boardroom: effects on performance?* 47 APPLIED ECONOMICS 2717 (2015). Por su parte, evidenciando los beneficios de la diversidad de género sobre la reducción de conductas fraudulentas, puede verse Aida Sijamic Wahid, *The Effects and the Mechanisms of Board Gender Diversity: Evidence from Financial Manipulation*, ROTMAN SCHOOL OF MANAGEMENT WORKING PAPER No. 2930132 (2017). Sin embargo, no todos los estudios reflejan los mismos resultados. Algunos trabajos empíricos evidencian el efecto positivo sobre el rendimiento de la compañía de tener un mayor número de consejeros ejecutivos que sean mujeres y extranjeros. Sin embargo, a nivel de directorio (como órgano colectivo), no evidencian ninguna relación de causalidad entre diversidad y rendimiento de la compañía. Véase Angela Ciavarella, *Board Diversity and Firm Performance Across Europe*, CONSOB WORKING PAPERS NO. 85 (2007). Por su parte, otros trabajos documentan que la diversidad incrementa el número de reuniones de la junta directiva y de rotaciones en el equipo de dirección, como consecuencia de las mayores divergencias que existen en estas compañías respecto a la estrategia de la compañía. Sin embargo, no evidencian mayores rendimientos económicos asociados a diversidad, salvo para determinado tipo de empresas de perfil más innovador. Véase Mariassunta Giannetti y Mengxin Zhao, *Board Ancestral Diversity and Firm Performance Volatility*, ECGI FINANCE WORKING PAPER No 462/2016. Asimismo, también hay estudios que evidencian que la ausencia de las mujeres a las reuniones de la junta directiva resulta inferior a la de los hombres, argumentando que las juntas directivas diversas pueden ser más efectivas. Véase Renée B Adams y Daniel Ferreira, *Gender Diversity in the Board*, ECGI FINANCE WORKING PAPER 42/2007. Mostrando una relación negativa, sin embargo, entre diversidad de edad y género y el rendimiento de la compañía, en el contexto específico de pequeñas y medianas empresas en el Reino Unido, véase Nermeen Shehata, Ahmed Salhin y Moataz El-Helaly, *Board diversity and firm performance: evidence from the U.K. SMEs*, 49 APPLIED ECONOMICS 4817.

recomendar que algún miembro del consejo de administración posea formación o experiencia específica en el ámbito de las nuevas tecnologías, al igual que también resultaría deseable que otros miembros posean formación y experiencia específicas en contabilidad, auditoría y finanzas (sobre todo, aquellos que pertenezcan al comité de auditoría) y, en general, en asuntos de gobierno corporativo.

### **5.3. La retribución de los administradores y directivos**

La retribución de los administradores y directivos constituye uno de los elementos más poderosos para la consecución de los objetivos pretendidos por el gobierno corporativo. En concreto, a través de alinear los incentivos de los administradores/directivos con los accionistas, la retribución tiene el potencial de incentivar la maximización del valor a largo plazo de la empresa. Por este motivo, resulta relevante el modo de fijar la retribución, los posibles incentivos que pueda generar el paquete retributivo de los administradores y directivos, y la forma en que esta retribución debe ser aprobada y divulgada. De no resolver apropiadamente estos problemas, la retribución no sólo podría convertirse en un instrumento de enriquecimiento de los administradores y directivos a expensas de los accionistas, sino que también podría generar un coste de oportunidad para los accionistas y la sociedad en general en la medida en que los administradores y directivos podrían no poner todo su conocimiento, trabajo y entusiasmo en maximizar el valor de la compañía.

Respecto al tipo de retribución, conviene distinguir entre ejecutivos (sean o no consejeros) y no ejecutivos. En este sentido, mientras que a los no ejecutivos podría tener más sentido ofrecer una retribución fija y un *bonus* variable, parece deseable que los ejecutivos de la compañía y, especialmente, el CEO, tengan una retribución variable, acorde a su posición, cualificación y responsabilidad, y diseñada para generar los incentivos adecuados para lograr la maximización a largo plazo del valor de la empresa. Además, junto a una retribución variable de carácter monetario, también podría resultar deseable la concesión de acciones y/u opciones sobre acciones que no sólo incentiven que los administradores maximizar el valor de la compañía con la finalidad de recibir un precio mayor por la futura enajenación de sus acciones, sino que también les haga tener mayor interés económico en la empresa (*skin in the game*) que permita un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y administradores.

En lo que se refiere al diseño, aprobación y divulgación de la retribución de los administradores, creemos que el lugar idóneo para la fijación inicial del paquete retributivo debería ser el comité de retribuciones. A tal efecto, el comité debería estar compuesto por consejeros que, además de resultar independientes, tengan

conocimiento del sector, de la industria privada, y de las políticas retributivas que generen mejores incentivos en los directivos. Seguidamente, creemos que la aprobación de la retribución de los consejeros debería estar sometida a la aprobación de la asamblea general de accionistas. Finalmente, la retribución debería ser relevada y desglosada en la información anual de carácter contable y de gobierno corporativo de la compañía, no sólo por motivos de transparencia sino también para que sea el mercado quien juzgue en última instancia la deseabilidad de la retribución de los administradores. En nuestra opinión, esta política de transparencia las decisiones de inversión y financiación de los inversores, sino que también generará mayor confianza y menores incentivos en los administradores para que, valiéndose de su poder en la compañía, puedan utilizar la retribución como medio de expropiación de los accionistas.<sup>50</sup>

## **6. Deberes y responsabilidad de administradores**

### **6. 1. Los deberes de los administradores sociales**

#### *6.1.1. El deber de diligencia y la implementación de la regla del juicio empresarial*

Entre las estrategias legales diseñadas por la mayoría de países de nuestro entorno –y Ecuador, en este sentido, no es una excepción– para alinear los intereses de accionistas y administradores se encuentran los *deberes fiduciarios* de los administradores que, con carácter general, incluyen un deber de diligencia y un deber de lealtad, sin perjuicio de la posible existencia de sub-deberes específicos (e.g., deber de convocar a la asamblea general en determinados supuestos, deber de abstenerse en determinadas operaciones conflictivas, etc), que, en realidad, suponen una materialización más concretas de estos deberes generales.

Sobre el deber de diligencia, conviene tener en cuenta que un administrador excesivamente prudente podría ser tan perjudicial como un administrador negligente, ya que la mejor forma de evitar responsabilidades podría ser no asumir riesgo ninguno, y eso perjudicaría la creación de valor de las empresas y la propia innovación del país. Por este motivo, y habida cuenta de lo subjetivo que resulta trazar la línea de lo que

---

<sup>50</sup> Sobre los problemas de la retribución de administradores, y la posibilidad de que sirva como mecanismo expropiatorio de los accionistas, véase Lucian A. Bebchuk y Jesse Fried, *PAY WITHOUT PERFORMANCE* (Harvard University Press, 2006). Sobre la retribución de los administradores, y, en particular, la de los consejeros ejecutivos, puede verse Cándido Paz-Ares, *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos*, INDRET REVISTA PARA EL ANÁLISIS DEL DERECHO (2008) (disponible en [http://www.indret.com/pdf/522\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/522_es.pdf)); Juan Sánchez Calero Guilarte, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)*, 28 REVISTA DE DERECHO DE SOCIEDADES 19 (2007).

debe entenderse como un nivel de diligencia «adecuado», muchos países de nuestro entorno, incluyendo Estados Unidos, Reino Unido, España, Alemania, Australia o Singapur, han implementado –en sus leyes societarias o a través de la doctrina de sus tribunales– la denominada regla del juicio empresarial (*business judgment rule*), actualmente inexistente en Ecuador.<sup>51</sup> En esencia, esta regla permite blindar a los administradores en sus decisiones empresariales, siempre y cuando hayan tomado su decisión de manera informada, sin incurrir en conflicto de interés, y en el mejor interés de la compañía.<sup>52</sup> De cumplirse estos requisitos (que, no obstante, puedan variar sensiblemente entre países), se entenderá cumplido el deber de diligencia y, por tanto, los jueces no entrarán a cuestionar la decisión empresarial del administrador.<sup>53</sup> En consecuencia, no se trata de no ser diligente, sino de sustituir el concepto subjetivo de diligencia por un concepto de naturaleza más objetivo y centrado en el proceso de la toma de decisiones.

En ausencia de esta regla de protección de los administradores en sus decisiones de gestión, no sólo podría incrementarse el nivel de aversión al riesgo de los administradores, en perjuicio de la innovación, la creación de valor, y la atracción de talento a los órganos de administración de las empresas, sino que también se correría el riesgo de incurrir en lo que los psicólogos denominan “sesgo retrospectivo”, esto es, el riesgo de enjuiciar decisiones teniendo en cuenta el resultado que efectivamente se produjo que resultará conocido a posteriori. Por tanto, este sesgo retrospectivo pondría a los administradores en una situación más desfavorable habida cuenta de que, si existe una demanda, probablemente sea porque los administradores tomaron una decisión que resultó no ser un éxito. En consecuencia, junto a las implicaciones jurídicas que pueda suponer el sesgo retrospectivo, la existencia de este problema –no sólo en los jueces sino en todos los individuos– puede motivar que, desde una perspectiva *ex ante*,

---

<sup>51</sup> Aurelio Gurrea Martínez, *Re-examining the law and economics of the business judgment rule: notes for its implementation in non-US jurisdictions*, 11 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 417 (2018) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2720814](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720814)).

<sup>52</sup> Aunque los requisitos para la protección de la regla del juicio empresarial pueden diferir entre jurisdicciones, la mayoría de países requieren estos elementos para la protección de los administradores en sus decisiones de gestión. Para un análisis comparado de la *business judgment rule*, con referencias a otros trabajos sobre la regla del juicio empresarial en países como Australia, Brasil, Colombia, España, Alemania, Italia, Reino Unido, Estados Unidos y Japón, véase Gurrea Martínez (2018), nota 51.

<sup>53</sup> Existe un debate doctrinal respecto a si el cumplimiento de los requisitos de la regla de la discrecionalidad empresarial impide a los jueces conocer y evaluar el nivel de diligencia de la decisión (sirviendo de esta manera el cumplimiento de los requisitos de la *business judgment rule* como una regla de abstención de los jueces) o, si, por el contrario, aunque concurren los requisitos exigidos para la aplicación de la *business judgment rule*, los jueces todavía podrían entrar a valorar el nivel de diligencia de los administradores, y distinguirse entre estándares de conducta y estándares de revisión de las mismas. A nuestro modo de ver, la primera interpretación sería más coherente con la propia naturaleza y finalidad de la regla del juicio empresarial. Para un análisis del debate sobre esta cuestión, véase por todos Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VANDERBILT LAW REVIEW 83 (2004); Melvin A. Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 FORDHAM LAW REVIEW 437 (1993).

los administradores sociales sean más aversos al riesgos, requieran mayores retribuciones, o ni siquiera tengan interés en actuar como administradores sociales a pesar de ser las personas más idóneas para el puesto. En todos estos supuestos, se destruirá valor para los accionistas y la sociedad en general.

Finalmente, tampoco conviene olvidar que los jueces son expertos en leyes, pero no necesariamente en economía, finanzas y negocios. Y aunque entendieran de estas últimas disciplinas, difícilmente tendrían el conocimiento del sector y de la compañía sobre la que tienen que emitir opinión.

Por tanto, los argumentos anteriores parecen justificar la deseabilidad de implementar la regla del juicio empresarial. No obstante, determinados factores, como el posible incremento del coste asociado a la toma de decisiones,<sup>54</sup> o aquellos asociados con el entorno regulatorio ecuatoriano, tales como la falta de ejercicio de acciones sociales de responsabilidad,<sup>55</sup> o la inexistencia acciones derivadas por incumplimientos de deberes fiduciarios, podría hacer menos creíble la amenaza a los administradores, reduciendo de esta manera la necesidad de proteger a los administradores sociales en sus decisiones empresariales.<sup>56</sup> Además, también podría alegarse que la existencia de accionistas menos diversificados (como consecuencia de la existencia de menos inversores institucionales y mercados de valores menos desarrollados) podría provocar una mayor aversión al riesgo de los accionistas ecuatorianos, que, por tanto, podría justificar una menor asunción de riesgos por parte de los administradores sociales.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Para un análisis del alcance y la importancia de estos costes, véase Aurelio Gurrea Martínez, *La cuestionada deseabilidad económica de la business judgment rule en el Derecho español*, UNIVERSIDAD CEU SAN PABLO WORKING PAPER SERIES (2014) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2445545](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2445545)), y Aurelio Gurrea Martínez (2018), nota 51. En opinión del autor, la implementación de la *business judgment rule* puede incentivar que, para cumplir con el requisito de la decisión *informada* y, de esta manera, estar protegidos en sus posibles decisiones de gestión, los administradores pueden tener incentivos a “sobre-solicitar” informes a terceros. Por tanto, los accionistas tendrán que pagar unos costes que quizás no existan en un mundo sin la regla del juicio empresarial. Además, la existencia de estos informes, así como la necesidad de profesionalizar en exceso el proceso de la toma de decisiones, puede incrementar los costes generales de tiempo asociados a la toma de decisiones empresariales.

<sup>55</sup> La falta de ejercicio de estas acciones se debe al hecho de que, en las sociedades ecuatorianas, los administradores suelen ser los propios socios de control o personas allegadas a los mismos, y el ejercicio de esta acción de responsabilidad requiere aprobación de la asamblea general de accionistas. Además, en la medida en que la riqueza del socio de control depende de las acciones de los administradores, el socio de control tendrá incentivos para ser diligente si actúa como administrador o, en su caso, supervisar el grado de diligencia con el que actúen los administradores “externos”. En consecuencia, como será examinado en apartados posteriores de este trabajo, el *deber de lealtad* será mucho más preocupante que el deber de diligencia en sociedades con accionistas de control.

<sup>56</sup> Este argumento se ha sido alegado para debilitar la deseabilidad económica en países como España. Véase Aurelio Gurrea Martínez (2014), nota 54. Para un análisis de los motivos que justifican la protección de los administradores sociales por incumplimientos del deber de diligencia, véase también Holger Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?* 8 JOURNAL OF LEGAL ANALYSIS 337 (2016).

<sup>57</sup> Para mayor desarrollo de este argumento, puede verse Gurrea Martínez (2014, 2018), notas 51 y 54.



Sin embargo, a pesar de lo anterior, creemos que todavía existen varios motivos que justifican la deseabilidad de la regla del juicio empresarial en Ecuador como norma supletoria o incluso, como será comentado, de manera imperativa. En primer lugar, la imposición de la regla del juicio empresarial podría incentivar una mayor profesionalización en la toma de decisiones empresariales en los órganos de administración de las sociedades ecuatorianas. De lo contrario, los administradores sabrán que no contarán con la protección de la regla del juicio empresarial. Por tanto, aunque esta mayor profesionalización genere costes de información y toma de decisiones, creemos que los beneficios resultarían superiores, no sólo en términos de calidad de las decisiones sino también de protección de terceros y, por tanto, de potencial confianza hacia futuros inversores. En segundo lugar, creemos que la implementación de la regla empresarial podría incentivar una mayor asunción responsable de riesgos en las actividades empresariales de las sociedades ecuatorianas, lo que podría favorecer la cultura de innovación del país. Finalmente, conviene tener en cuenta que, en países con una judicatura menos eficiente y sofisticada, la actuación de los jueces debería ser limitada a casos excepcionales y, en la medida de lo posible, prever mecanismos de protección *ex ante*,<sup>58</sup> máxime si, como ocurre en Ecuador, tampoco existen mecanismos de mercado suficientes para la protección de terceros. Por tanto, con la implementación de la regla del juicio empresarial, los jueces no intervendrán en las decisiones empresariales tomadas por los órganos de administración de las sociedades ecuatorianas, salvo que exista un conflicto de interés, falta de información en la toma de decisiones, o, a la luz de la información disponible, la decisión empresarial sea objetivamente contraria al interés de la compañía.

En cuanto al diseño de la regla del juicio empresarial, creemos que, habida cuenta de la menor litigación derivada que existe en países como Ecuador, y la menor sofisticación de los inversores minoritarios, debería invertirse la carga de la prueba para el ejercicio de una acción de responsabilidad contra los administradores por incumplimiento del deber diligencia, siguiendo el modelo alemán.<sup>59</sup> Por tanto, no serán los accionistas sino

---

<sup>58</sup> Resaltando los problemas de otorgar a los jueces e instituciones la tutela de los accionistas en economías emergentes, véase Bernard Black, Reinier Kraakman y Jonathan Hay, *Corporate law from scratch*, WORKING PAPER 104 (1995); Bernard Black y Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1911 (1996). Para un análisis general de los problemas y particularidades de gobierno corporativo en las economías emergentes, véase Mariana Pargendler, *Corporate governance in emerging markets*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dirs.), OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Oxford University Press, 2018), pp. 735-755.

<sup>59</sup> A diferencia de lo que ocurre en el Derecho de Delaware, donde la *business judgment rule* se concibe como una presunción de actuación adecuada por parte de los administradores y, por tanto, la parte actora debe probar que no concurrieron los requisitos para blindar a los administradores en sus decisiones de gestión, el Derecho alemán concibe la *business judgment rule* como un “puerto seguro” para los administradores siempre que prueben determinados requisitos. Para un análisis de la regla del juicio

los administradores quienes tengan que probar los requisitos del blindaje en su decisión empresarial. En consecuencia, la regla del juicio empresarial no se convertiría en una “presunción” en favor de los administradores, como existe en países como en Estados Unidos, sino, simplemente, en un “puerto seguro” como se permite en jurisdicciones como Alemania. De esta manera, se promoverá un mejor *enforcement* del deber de diligencia aunque permitiendo en todo caso que los administradores puedan probar que cumplieron todos los requisitos exigidos para quedar blindados en sus decisiones empresariales. Lógicamente, la prueba de estos requisitos no eliminará totalmente la existencia de una disputa judicial, pero, probablemente, reducirá el uso de los tribunales –tal y como recomendamos en países que no tengan una judicatura eficiente, sofisticada y creíble– salvo para casos de flagrante conflicto de interés que, en nuestro modo de ver, deberían ser castigados con mayor severidad.

Como consecuencia de los factores anteriores, creemos que existen poderosos argumentos y fallos de mercado (principalmente asociados a una judicatura poco sofisticada, una menor profesionalización del órgano de administración, y una menor cultura de la innovación, en parte motivada por el entorno legal e institucional) que justificarían la implementación imperativa de la regla del juicio empresarial. En su defecto, en todo caso, creemos que, como mínimo, debería implementarse la regla del juicio empresarial como regla supletoria. De esta manera, los accionistas, si así lo desean, podrían eliminar de sus estatutos sociales este mecanismo de protección de los administradores sociales.

No obstante, habida cuenta de que la regla del juicio empresarial probablemente sea beneficiosa para los accionistas de control (al menos, en términos de seguridad jurídica), y también para los accionistas minoritarios (en términos de garantizarles una informada, independiente y profesionalizada toma de decisiones, y de evitarles el uso de una justicia lenta y poco sofisticada), creemos que la tendencia natural sería a mantener esta regla. En todo caso, su carácter imperativo podría tener sentido en países como Ecuador, no sólo por los factores legales, institucionales y culturales citados, sino también por la falta de familiarización con esta regla del juicio empresarial, que, si no resultara debidamente entendida, podría entenderse como una norma que reduce el nivel de diligencia cuando, en realidad, sólo supone un cambio en el modo en que este nivel de diligencia debe ser acreditado, moviéndose de un concepto subjetivo a un concepto objetivo centrado en el proceso de la toma de decisiones. Y de ser así, muchas

---

empresarial en Alemania, véase Markus Roth, *Corporate Boards in Germany*, en Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak y Gerard van Solinge (dirs.), *CORPORATE BOARDS IN LAW AND PRACTICE: A COMPARATIVE ANALYSIS IN EUROPE* (Oxford University Press 2013), pp. 321–22.

compañías podrían optar por derogar esta regla de sus estatutos sociales, provocándose un escenario de aversión al riesgo, menor profesionalización del órgano de administración y posible indefensión en los tribunales que quizás no sea el deseado por los accionistas.

#### 6.1.2. *El deber de lealtad y la prevención del ‘tunneling’*

En nuestra opinión, países como Ecuador deben centrarse, de manera más importante, en el deber de lealtad.<sup>60</sup> Al fin y al cabo, si los accionistas de control de una compañía suelen ser familias o el propio Estado<sup>61</sup>, como típicamente ocurre en Ecuador, y estos accionistas tienen suficiente interés económico en la compañía, debería tener incentivos a no poner a una persona incompetente al frente de la compañía y a controlar estrechamente el desempeño de esta persona. Por tanto, el riesgo no se encontraría tanto en la competencia o idoneidad de la persona sino, en su caso, en el hecho de que anteponga sus intereses personales o los de las personas que lo nombran, retribuyen y destituyen, que, en el ámbito de sociedades con accionistas de control, será el propio socio de control. Por este motivo, más que centrar el esfuerzo y los escasos recursos de los tribunales en discutir el subjetivo concepto de diligencia, países con compañías en las que existen mayoritariamente accionistas de control, como sería el caso de Ecuador, deberían prestar una mayor atención en el diseño y aplicación de las normas sobre conflictos de interés, partes relacionadas y posibles incumplimientos del deber de lealtad.

En efecto, a diferencia de lo que ocurre en países como Estados Unidos y Reino Unido, donde tradicionalmente ha existido una dispersión generalizada del accionariado en las grandes compañías, el principal problema de gobierno corporativo de los países de América Latina no es el tradicional conflicto de agencia entre accionistas y

---

<sup>60</sup> Resaltando este aspecto en países como España, en los que también existen numerosas empresas familiares con accionistas de control, véase Cándido Paz-Ares, *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, INDRET 4/2003 (2003).

<sup>61</sup> Para una visión general de las tendencias y caracteres del gobierno corporativo de las empresas de propiedad estatal en América Latina, puede verse World Bank, *Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Latin America: Current Trends and Country Cases* (2014) (disponible en <http://documents.worldbank.org/curated/en/2014/07/20183864/corporate-governance-stateowned-enterprises-latin-america-current-trends-country-cases>). Sobre los problemas de gobierno corporativo de las empresas de titularidad estatal, el papel –perjudicial– que han tenido en estas políticas de gobierno corporativo de empresas de titularidad estatal instituciones internacionales como la OECD y el Banco Mundial, y proponiendo una serie de mejoras para el gobierno de estas entidades, véase por todos Curtis J. Milhaupt y Mariana Pargendler, *Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER NO. 352 (2017). Para un análisis de los conflictos de interés que pueden surgir en las empresas de titularidad estatal por el doble papel del Estado como accionistas y como legislador, véase Mariana Pargendler, *State Ownership and Corporate Governance*, 80 FORDHAM LAW REVIEW (2012).

administradores sino el conflicto entre los propios accionistas.<sup>62</sup> Como muestran determinados estudios, la mayoría de empresas de los países de América Latina tienen estructuras de capital concentrado y cuentan con accionistas de control, que normalmente es una familia o, en ocasiones, el Estado.<sup>63</sup> Por tanto, el gran desafío en materia de gobierno corporativo de la mayor parte de compañías latinoamericanas es asegurar que los socios mayoritarios (de manera conjunta con los administradores y/o directivos) no expropien a los accionistas minoritarios y hacer *creíble* frente a terceros a posibles inversores que no existe riesgo de expropiación.<sup>64</sup> La extracción de valor de la compañía a expensas de los accionistas minoritarios (*tunneling*) puede revestir diversas formas, incluyendo una retribución excesiva de los administradores (que a veces son los propios socios de control), préstamos o transacciones con activos de la compañía que no son realizadas a condiciones de mercado, aprovechamiento de oportunidades de negocio, *freeze-outs*, posibles ventas de control o cualquier otra transacción en la

---

<sup>62</sup> Por este motivo, resulta especialmente criticable que, tal y como se ha hecho en muchos países, se implementen prácticas de gobierno corporativo procedentes de Estados Unidos y del Reino Unido (diseñadas para solventar principalmente problemas de gobierno corporativo entre accionistas y administradores o, si se quiere, *managerial agency problems*) cuando, en realidad, los problemas esenciales de gobierno corporativo existentes en estos países son distintos, y se refieren principalmente a un problema entre accionistas (sobre todo, entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios). Resaltando este aspecto, véase Francisco Reyes Villamizar, *Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis*, 39 UNIVERSITY OF MIAMI INTER-AMERICAN LAW REVIEW 207 (2008). Para un análisis de los problemas de agencia existentes en diversas regiones, véase John Armour, Luca Enriques *et al*, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Oxford University Press, 2017); Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARVARD LAW REVIEW 1641 (2006); Aurelio Gurra Martínez, *New Agency Problems, New Legal Rules? Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER 3/2016 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2766208](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2766208)).

<sup>63</sup> No obstante lo anterior, este desafío no resulta único en América Latina. En las compañías de Asia y Europa Continental también se evidencia una tendencia generalizada a la concentración del capital en manos de uno o varios accionistas de control. Véase Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry Lang, *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, 58 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 81 (2000); Fabrizio Barca and Marco Becht (eds.), THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE (Oxford University Press, 2002); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Robert Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 JOURNAL OF FINANCE 471 (1999). Por tanto, aunque nuestro trabajo se centre en América Latina, algunos de los problemas y sugerencias que se realizan en este trabajo resultan aplicables a otros países con similares problemas jurídicos, económicos e institucionales. En este sentido, resaltando, por ejemplo, la falta de credibilidad en la independencia de los consejeros independientes en India, precisamente, por el hecho de existir un elevado grado de concentración de capital y accionistas de control (tal y como se ha comentado para América Latina), puede verse Umakanth Varottil, *Evolution and Effectiveness of Independent Directors in Indian Corporate Governance*, 6 HASTINGS BUSINESS LAW JOURNAL 281 (2010) y Bala N. Balasubramanian, *Issues in Board and Director Independence*, NSE Centre for Excellence in Corporate Governance, nº15, Octubre 2016. En España, puede verse Aurelio Gurra Martínez, *La cuestionada independencia de los consejeros independientes en las sociedades cotizadas españolas*, HAY DERECHO, 29 de julio de 2017 (<https://hayderecho.com/2017/07/29/la-cuestionada-independencia-de-los-consejeros-independientes-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas/>). Resaltando que, en general, este problema resulta común en todas las compañías con accionistas de control, véase por todos Lucian A. Bebchuk y Assaf Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, 165 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1271 (2017).

<sup>64</sup> Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dir.), THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Oxford University Press, 2018), pp. 506-531; Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes y Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 430 (2008).

que los *insiders* se aprovechen de su situación de información y poder para lucrarse a expensas de los minoritarios.<sup>65</sup>

El motivo por el que los conflictos entre administradores y accionistas en su conjunto no constituyen un problema esencial en el gobierno corporativo de las compañías latinoamericanas se explica, precisamente, por la estructura de capital de estas sociedades. En la medida en que el capital de estas empresas se encuentra concentrado en manos de uno o varios accionistas de control (normalmente, una familia o el propio Estado), serán los propios socios de control quienes tengan los incentivos para vigilar a los administradores sociales y asegurarse de que las personas nombradas para el cargo cuentan con las cualidades, formación y experiencia adecuadas.<sup>66</sup> Por este motivo, en países con accionistas de control, el deber de diligencia de los administradores sociales no resulta tan relevante como el *deber de lealtad*, ya que el primero puede verse garantizado o al menos favorecido por la existencia de un socio de control, mientras que, sin embargo, existe un riesgo mayor de que los administradores favorezcan al socio de control.<sup>67</sup>

La inversión de los socios de control en el conocimiento y vigilancia de los administradores permite reducir problemas de agencia entre accionistas y administradores y, en consecuencia, generar valor para todos los accionistas. Por tanto,

---

<sup>65</sup> Para una definición de 'tunneling', puede verse Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer, *Tunneling*, NBER WORKING PAPER No. 7523 (2000); Vladimir Atanasov, Bernard Black y Conrad Ciccotello, *Unbundling and Measuring Tunneling*, 2014 UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW 1697 (2014).

<sup>66</sup> Ronald J. Gilson y Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 785, 785-786 (2003); Ronald J. Gilson y Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 JOURNAL OF INSTITUTIONAL AND THEORETICAL ECONOMICS 160, 168 (2013). No obstante lo anterior, también puede darse la situación de que los socios de control sean *accionistas minoritarios*. Esta situación de "accionistas minoritarios de control" puede darse en supuestos en que los socios obtengan el control a través de acciones con voto múltiple (*dual-class shares*), estructuras piramidales, acciones sin voto, pactos de socios, o algún otro instrumento legal o contractual. Sobre la separación de derechos de voto y flujos de caja, así como, en general, los problemas asociados a la existencia de *socios minoritarios de control*, véase Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman y George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, en R. Morck (dir.), CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP, pp. 445-460 (2000); Henrik Cronqvist y Mattias Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, 38 THE JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 695 (2003); Yu-Hsin Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2 COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 453 (2017).

<sup>67</sup> Por este motivo, el *deber de diligencia* de los administradores sociales no está considerado un gran problema del Derecho de sociedades en países con estructuras con capital concentrado, ya que los accionistas de control se asegurarán de que los administradores sean personas calificadas que realizarán su trabajo adecuadamente para maximizar el valor de la compañía. El de estos países, sin embargo, es que estos mismos administradores pueden tener incentivos para favorecer los intereses del socio de control, a expensas de los socios minoritarios. Por tanto, esta circunstancia provoca que el principal problema del Derecho de sociedades de estos países sea el *deber de lealtad* de los administradores sociales. Para este argumento, véase Cándido Paz-Ares, *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, INDRET 4/2003 (2003); Aurelio Gurrea Martínez, *Re-examining the law and economics of the business judgment rule: notes for its implementation in non-US jurisdictions*, 11 JOURNAL OF CORPORATE LAW Studies 417 (2018).

los socios minoritarios pueden aprovechar esta situación y, simplemente, esperar a la obtención de ganancias (a través de dividendos o de la venta de sus acciones) sin necesidad de realizar mayores actividades de inversión en tiempo o recursos.

No obstante lo anterior, no todo son ventajas frente a la existencia de un socio de control. También existen diversos riesgos. Precisamente, para compensar su trabajo de vigilancia y control de los administradores, o, simplemente, para lucrarse a expensas de los accionistas minoritarios, los socios de control pueden verse motivados a percibir una extraer valor de la compañía. En este sentido, hay autores que han señalado que podría pensarse en una retribución explícita.<sup>68</sup> No obstante, lo cierto es que, en la práctica, no suelen negociarse esta retribución explícita, por lo que el socio de control pueda acabar lucrándose implícitamente, ya sea mientras la compañía es gestionada (por los administradores –a quien nombra, destituye y retribuye el socio de control– o por el propio socio de control), en la posible venta de su paquete de control, o a través de la posible realización de un *freeze-out*.<sup>69</sup> Estas retribuciones no explícitas son conocidas en la literatura económica como *beneficios privados del control*.

En su versión más benigna, los beneficios privados del control incluyen las ganancias económicas y reputacionales asociadas a la tenencia del control de una compañía.<sup>70</sup> En su versión más perversa, sin embargo, este concepto también incluye la extracción de valor de la compañía a expensas de los *outsiders*, que, en el ámbito de las sociedades con capital disperso, serán la totalidad de los accionistas, mientras que, en las sociedades con capital concentrado (como sería el caso de Ecuador), serán los accionistas minoritarios.

Como demuestran diversos estudios empíricos, el nivel de beneficios privados del control existente en las compañías latinoamericanas resulta notablemente elevado.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> A modo de ejemplo, podría pactarse una retribución expresa por controlar a los administradores sociales. Proponiendo que esta retribución pueda consistir en pactar con los accionistas el grado de beneficios privados potencialmente retenidos por los socios de control, véase Ronald J. Gilson and Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 JOURNAL OF INSTITUTIONAL AND THEORETICAL ECONOMICS 160 (2013).

<sup>69</sup> Ronald J. Gilson y Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 785 (2003).

<sup>70</sup> Sobre el concepto de beneficios privados de control, véase Milton Harris y Artur Raviv, *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 203 (1988); Philippe Aghion y Patrick Bolton, *An incomplete contract approach to financial contracting*, 59 REVIEW OF ECONOMIC STUDIES 473 (1992); Ronald J. Gilson and Alan Schwartz, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, 169 JOURNAL OF INSTITUTIONAL AND THEORETICAL ECONOMICS 160 (2013); Alexander Dyck and Luigi Zingales, *Private benefits of control: An international comparison*, 59 THE JOURNAL OF FINANCE 537, 540-541 (2004).

<sup>71</sup> Para un análisis de los beneficios privados del control a nivel internacional, incluyendo los países de América Latina, véase Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 325, 336 (2003), quien emplea el precio diferencial de las acciones con voto multiple y las acciones ordinarias para calcular los beneficios privados del control; y Alexander Dyck y Luigi Zingales, *Private benefits of control: An international comparison*, 59 THE JOURNAL

Esta circunstancia podría explicarse por la influencia que los accionistas de control tienen a nivel económico y social en estos países, así como el menor grado de protección de accionistas minoritarios que, por lo general, ha existido tradicionalmente en América Latina.<sup>72</sup> Por tanto, como medida necesaria para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades latinoamericanas y, de esta manera, no sólo evitar situaciones de oportunismo *ex post*, sino también, desde un punto de vista *ex ante*, incentivar la financiación de empresas y el desarrollo de los mercados de capitales, parece necesario que los legisladores latinoamericanos presten especial atención a las transacciones con partes vinculadas, y, en general, a la posibilidad de que los *insiders* extraigan valor de la compañía a expensas de los accionistas minoritarios.<sup>73</sup>

El primer paso para solventar el problema de las transacciones con partes vinculadas es definir adecuadamente el concepto de «parte vinculada».<sup>74</sup> En este sentido, la definición no sólo debería incluir los administradores, sus familiares y las sociedades controladas por unos y otros, sino también a los *socios de control* y sus entidades vinculadas. Desafortunadamente, muchos países de América Latina han dejado fuera de la definición de parte relacionada al socio de control y sus entidades vinculadas. Por tanto, la primera reforma que deberían emprender estos países para solventar de manera efectiva el problema del *tunneling* es incluir a los socios de control y a sus sociedades vinculadas como partes relacionadas de una compañía.

---

OF FINANCE 537 (2004), quienes emplean la prima de la venta del control para calcular los beneficios privados.

<sup>72</sup> Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 JOURNAL OF FINANCE 1131 (1997); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (1998); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Robert Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 JOURNAL OF FINANCE 471 (1999). No obstante lo anterior, diversos informes recientes del Banco Mundial (especialmente, a través del *Doing Business*) parecen avalar un incremento significativo del grado de protección de accionistas minoritarios. Este incremento del grado de protección de los accionistas minoritarios, sin embargo, creemos que es cuestionable, ya que, aunque exista esta mejora “en los libros” (*law on the books*), puede no trasladarse en la práctica (*law in action*), tal y como han señalado diversos autores, haciendo referencia a los problemas de *enforcement* generalmente existentes en estos países. José Miguel Mendoza, *Transitional strategies for institutional reform in Latin America*, Universidad de Oxford (2013); Miarta Capaul, *Corporate Governance in Latin America*, WHITHER LATIN AMERICAN CAPITAL MARKETS? WORLD BANK GROUP, LAC REGIONAL STUDY BACKGROUND PAPER (2003) (<http://web.worldbank.org/archive/website00894A/WEB/PDF/CORPOR-2.PDF>).

<sup>73</sup> Sobre las formas de proteger a los accionistas minoritarios de transacciones con partes vinculadas, véase por todos Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dirs.), *THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE* (Oxford University Press, 2018), pp. 506-531; Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes y Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 430 (2008).

<sup>74</sup> Sobre el concepto y alcance de las partes vinculadas, véase la Norma Internacional de Contabilidad Nº 24 (disponible en <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias24>). Véase también Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (eds.), *THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE* (Oxford University Press, 2018), pp. 513-516.

No obstante lo anterior, conviene advertir que el hecho de que existan transacciones con partes relacionadas no es necesariamente indeseable.<sup>75</sup> En ocasiones, estas transacciones pueden resultar la alternativa más ventajosa (o incluso única) para la compañía. Por este motivo, muchos países permiten la celebración de transacciones con partes vinculadas, y, de hecho, su *prohibición absoluta* no se considera una medida deseable para el sistema.<sup>76</sup> Por tanto, el mecanismo más eficiente y efectivo para lidiar con las transacciones con partes vinculadas *no* es la prohibición de estas transacciones sino garantizar que la transacción sea transparente y se realice en condiciones de mercado. De esta manera, se maximizarán las posibilidades de que sólo tengan lugar las transacciones con partes vinculadas que creen valor para la compañía.

Para lograr estos objetivos de transparencia y eficiencia en las transacciones con partes vinculadas y, en general, con las transacciones conflictivas<sup>77</sup>, suelen existir tres grandes mecanismos: (i) la revelación de información (*disclosure*); (ii) la revisión judicial *ex post* donde, normalmente, la carga de la prueba dependerá del modo en que se haya aprobado la transacción; y (iii) la aprobación *ex ante* de la transacción por personas que no se encuentren en conflicto de interés, o, en ocasiones, por mayoría de consejeros independientes, mayoría cualificada de accionistas, o mayoría de la minoría de accionistas.

El requisito de la *revelación de información* exige que, con anterioridad a la aprobación de la transacción, se ponga a disposición de las partes que decidan (normalmente, accionistas o consejeros) las características y condiciones de la operación (en ocasiones, acompañadas de informes de expertos<sup>78</sup>), y que, a posteriori, la transacción vinculada se haga pública en las notas a los estados financieros de la compañía y/o en sus informes de buen gobierno corporativo.<sup>79</sup> Por su parte, la *revisión ex post* de la

---

<sup>75</sup> Luca Enriques Gerard Hertig, Hideki Kanda y Mariana Pargendler, *Related-Party Transactions*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Oxford University Press, 2017), pgs. 145-147.

<sup>76</sup> Luca Enriques Gerard Hertig, Hideki Kanda y Mariana Pargendler, *Related-Party Transactions*, en John Armour, Luca Enriques *et al*, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Oxford University Press, 2017), pgs. 145-147

<sup>77</sup> Para la distinción entre transacciones con partes relacionadas, *tunneling* y transacciones en conflicto de interés, véase por todos Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dirs.), THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Oxford University Press, 2018), pp. 512-516.

<sup>78</sup> Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dirs.), THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Oxford University Press, 2018), pp. 525-526.

<sup>79</sup> Lógicamente, las exigencias de revelación de información, así como las del sistema de aprobación *ex ante*, pueden y, en ocasiones, deben depender de la importancia cualitativa o cuantitativa de la operación. A modo de ejemplo, no es lo mismo adquirir un cuaderno o un bolígrafo en una tienda de una parte relacionada con los administradores o el socio de control, que, por ejemplo, vender un inmueble de la compañía a esta misma persona. Por este motivo, determinadas jurisdicciones someten las reglas generales de transacciones con partes vinculadas (principalmente, aprobación y revelación de información) a la superación de determinados requisitos que, generalmente, tienen carácter cuantitativo.



operación requiere de un sistema judicial eficiente compuesto por jueces especializados capaces de visualizar el *tunneling* en cualquiera de sus formas. De lo contrario, los socios de control siempre encontrarán la forma de expropiar a los minoritarios a través de lo que la doctrina especializada ha denominado *tunneling arbitrage*.<sup>80</sup>

A diferencia de lo que ocurre con el sistema de revelación de información, que podría ser reformado y mejorado con relativa sencillez, el mecanismo de supervisión judicial *ex post* suele necesitar de una reforma de mayor calado. En concreto, precisa de una dotación adecuada de medios, además de una profunda reforma legal e institucional del sistema judicial que, por lo general, suele ser difícil desde un punto de vista político. Por tanto, aunque, a nuestro modo de ver, el escenario ideal para Ecuador sería poder contar con un sistema judicial eficiente, atractivo, sofisticado y garantista, creemos que, en tanto no se produzca una profunda reforma del sistema judicial, será necesario acudir a mecanismos alternativos para la resolución de controversias societarias. En este sentido, creemos que, junto a los mecanismos *ex ante* que serán comentado a continuación, se podría implementar un tribunal arbitral especializado en asuntos societarios.<sup>81</sup> A nuestro modo de ver, la existencia de este tribunal permitiría dotar a las controversias societarias en Ecuador del grado de rapidez y sofisticación que exigirían los inversores no solamente para ver tutelados sus derechos (*ex post*), sino también para verse incentivados a invertir en compañías ecuatorianas (*ex ante*). No obstante lo anterior, el éxito y deseabilidad de esta medida dependerá de dos factores esenciales: (i) que se exijan unos elevados estándares técnicos y éticos a los profesionales que formen parte de este tribunal; y (ii) que, para hacer viable a los accionistas ecuatorianos el acceso a este tribunal arbitral especializado, se prevean diversos mecanismos para abaratar el acceso al proceso.<sup>82</sup>

---

<sup>80</sup> Sobre este concepto, véase Luca Enriques, *Related Party Transactions*, en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (dir.), *THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE* (Oxford University Press, 2018), p. 515.

<sup>81</sup> A nivel internacional, podrían servir como referencia como tribunales especializados la Corte de Cancillería de Delaware o los tribunales especializados en asuntos societarios de Tel-Aviv. En el caso de América Latina, podría tomarse como referente la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, que ha demostrado ser un éxito en la resolución de conflictos societarios con un alto de transparencia, agilidad y cualificación técnica (en este sentido, puede verse la siguiente entrevista en la que se describe el éxito y trabajo de la Delegatura para Procedimientos de Insolvencia de Colombia: <https://www.ambitojuridico.com/noticias/invitado/mercantil-propiedad-intelectual-y-arbitraje/la-delegatura-de-procesos-mercantiles>). No obstante lo anterior, la deseabilidad de una institución como la Superintendencia de Sociedades de Colombia, que depende del poder ejecutivo, creemos que depende la capacidad, integridad y cualificación de la persona que dirija esta institución. No obstante lo anterior, creemos que el éxito de la Delegatura de Procedimientos Mercantiles de Colombia se ha debido a las personas a cargo de la Superintendencia de Sociedades y de la citada corte especializada en asuntos societarios, más que a la institución en sí. Por tanto, aunque el modelo pueda ser explorado, su deseabilidad y confianza entre los operadores del mercado dependerá de la persona al frente de estas instituciones.

<sup>82</sup> Para un análisis más detallado de esta propuesta, véase el apartado 11 del presente trabajo dedicado al *enforcement* del Derecho de sociedades.

El tercer mecanismo potencialmente utilizado para solventar los problemas asociados a las transacciones con partes relacionadas podría consistir en un sistema de aprobación *ex ante*. A tales efectos, podrían plantearse dos grandes modelos cada vez más aceptados en la literatura internacional y en determinadas jurisdicciones societarias más avanzadas<sup>83</sup>: (i) un sistema en el que la transacción vinculada resulte aprobada por una *mayoría de consejeros independientes* (en ocasiones, reunidos en comités específicos, o requiriendo la aprobación previa de estos comités), siempre y cuando estos consejeros no se encuentren en ningún tipo de conflicto de interés;<sup>84</sup> y (ii) un sistema en el que la transacción conflictiva resulte aprobada por una *mayoría de la minoría de accionistas*. Este último modelo, que implica mayores costes de aprobación (convocatoria de accionistas, problemas de coordinación y toma de decisiones, etc.), lógicamente debe un carácter más residual, y reservarse para las decisiones de mayor envergadura o, en su caso, las que puedan resultar más conflictivas y/o con mayor impacto para los derechos de los accionistas. En consecuencia, el sistema más frecuente para la aprobación de transacciones con partes vinculadas es el de la aprobación de los consejeros independientes. Por este motivo, resulta especialmente relevante el modo en que se defina, nombren, retribuyan y destituyan los consejeros independientes. De crearse un sistema de consejeros verdaderamente independientes, no sólo existirá un mayor *riesgo* de oportunismo por parte de los *insiders* sino que, desde un punto de vista *ex ante*, la mera *posibilidad* de ser expropiado generará un clima de desconfianza entre posibles inversores que perjudicará la financiación de empresas y el desarrollo del mercado de valores.<sup>85</sup>

En nuestra opinión, como consecuencia de la menor eficiencia y sofisticación de la judicatura en Ecuador, habría que acudir a remedios alternativos para la prevención del

---

<sup>83</sup> Estas jurisdicciones más avanzadas en materia societaria, al menos en lo que respecta a los regímenes de aprobación de determinados acuerdos conflictivos, podrían incluir Estados Unidos, Reino Unido e Israel. En legislaciones societarias menos avanzadas se sigue recurriendo en ocasiones a mecanismos tradicionales de aprobación como pudiera ser un acuerdo de la mayoría de la asamblea general de accionistas, o una mayoría de los consejeros que no se encuentren personal y directamente interesados en una transacción. Por tanto, no parecen encontrar problemático que, en la práctica, se deje la aprobación del acuerdo conflicto al accionista de control (que será quien decida en la práctica en una asamblea general de accionistas, salvo que se le impida el voto), o a las personas nombradas por el socio de control. Resaltando el problema de la posible falta de independencia de los independientes en las sociedades con accionistas de control, pueden verse los trabajos citados en las notas 40 y 41.

<sup>84</sup> Comentando los problemas de independencia de los consejeros independientes en las sociedades con accionistas de control, véase Lucian A. Bebchuk y Assaf Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, 165 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 1271 (2017), pp. 1282-1284. Sobre los problemas de los consejeros independientes en las sociedades con accionistas de control y el modo en que podrían solventarse, véase Aurelio Gurrea-Martínez, *Towards a credible system of independent directors in controlled firms*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 1 (2019) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3380868](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3380868)). Para una propuesta de reforma de los consejeros independientes en el contexto particular de las sociedades latinoamericanas, véase Aurelio Gurrea Martínez y Oliver Orton (2018), nota 41.

<sup>85</sup> Resaltando este aspecto, véase Gurrea Martínez y Oliver Orton (2018), nota 41.

*tunneling*, al menos en tanto no se produzca una reforma integral del sistema judicial.<sup>86</sup> En concreto, en el ámbito de las *sociedades cotizadas*, creemos que estos remedios podrían ser de varios tipos. En primer lugar, podría crearse, tal y como se ha comentado y se detallará en el apartado 11, un *tribunal arbitral especializado* en materia societaria al que, de manera potestativa, pudieran optar las partes. En segundo lugar, y de manera complementaria a la revisión judicial (o arbitral) de las transacciones y disputas societarias con carácter *ex post*, debería favorecerse el establecimiento de sistema efectivos de aprobación *ex ante*.<sup>87</sup> En concreto, creemos que debería promoverse un régimen de aprobación de la mayoría de consejeros independientes<sup>88</sup>, o, en decisiones de especial relevancia en las que pueda existir una situación de conflicto de interés por parte del socio de control, por una *mayoría de la minoría* de accionistas o, en su caso, una mayoría cualificada. En tercer lugar, y tal y como será propuesto en el apartado de fusiones y adquisiciones (sección 8), creemos que debe favorecerse el mercado para el control corporativo. De esta manera, la amenaza de ser vigilado, adquirido y, en su caso, destituido en cualquier momento por un tercero provocará que los administradores y otros *insiders* velen en todo momento por el interés de los accionistas en su conjunto, reduciéndose de esta manera, desde una perspectiva *ex ante*, cualquier tipo de conducta oportunista. En cuarto lugar, y a través de diversas reformas legales (principalmente societarias, financieras y contables), creeríamos necesario promover el desarrollo del mercado de valores en Ecuador. Así será el propio mercado quien ayude a vigilar, sancionar y, en su caso, disuadir a los *insiders* en sus potenciales conductas oportunistas. En quinto lugar, y como medida adicional para prevenir el *tunneling*, creemos que el legislador ecuatoriano debería diseñar un adecuado régimen de revelación de información tanto de carácter societario como de carácter financiero y no financiero que, sin suponer excesivos de cumplimiento para las empresa, permita ofrecer al mercado la información necesaria para la tutela y toma de decisiones de los inversores. En este sentido, creemos que, aunque bien sea cierto que el poder disuasorio y sancionador de la revelación de información en Ecuador resulte inferior que en países con mercados de valores más desarrollados en los que existen una variedad de analistas e inversores evaluando permanente la información trasladada al mercado, y una multitud de abogados y mecanismos procesales (e.g., acciones de clase) disponibles para la tutela de accionistas minoritarios, creemos que la existencia de esta

---

<sup>86</sup> De esta manera, optaríamos por un sistema de “auto-tutela” similar al que han propuesto algunos autores para economías desarrolladas con instituciones menos sofisticadas. En este sentido, véase Bernard Black y Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1911 (1996).

<sup>87</sup> Véase nota 82.

<sup>88</sup> Esta propuesta asume que los consejeros independientes son nombrados conforme al sistema propuesto en este artículo. Por tanto, se presume que son independientes o que, cuando menos, han sido nombrados mediante un sistema que genera mayor confianza a los inversores externos.

información permitirá que, ayudados por varios “*gatekeepers*” (entre ellos, abogados y asesores), los inversores ecuatorianos puedan gozar de un mayor grado de tutela. De esta manera, no sólo lograrán resarcirse en mejor medida de eventuales perjuicios ocasionados, sino que, además, la existencia de esta tutela más efectiva debería disuadir a los *insiders* para realizar cualquier tipo de práctica perjudicial para los intereses de los accionistas. Por tanto, de la conjunción de estas medidas creemos que se generará un clima de confianza que favorecerá la financiación de empresas y la atracción de inversión en Ecuador.

Por su parte, en el caso de *sociedades cerradas*, los remedios disponibles para la protección de los accionistas minoritarios resultarían más limitados, habida cuenta de que existirá un mercado más reducido (cuando no inexistente) que vigile continuamente a los *insiders*. Por tanto, los principales mecanismos para la protección de los minoritarios en estas sociedades serán la revelación de información, la utilización del tribunal especializado para asuntos societarios, y las aprobaciones *ex ante*. En concreto, como el sistema de revelación de información, aunque necesario, será menos poderoso que en sociedades cotizadas, creemos que el legislador ecuatoriano debería poner especial énfasis en los dos últimos mecanismos. Por tanto, debería potenciar el uso del *tribunal arbitral especializado en asuntos societarios* para las disputas que tengan lugar en el marco de las sociedades cerradas, incluso facilitando que, junto a servicios de arbitraje, estos órganos especializados también ofrezcan posibles servicios de mediación. Del mismo modo, creemos que las decisiones en las que el socio de control se encuentre en conflicto de interés no deberían someterse a una mayoría ordinaria de la asamblea general de accionistas sino a una *mayoría cualificada* de accionistas, o incluso una mayoría de la asamblea y una mayoría de la minoría, para que así la decisión sea respaldada, en mayor o menor medida, por personas ajenas a la situación de conflicto de interés. Al fin y al cabo, en este tipo de sociedades, la convocatoria y celebración de una asamblea, así como la aprobación de un acuerdo, no resultarían tareas tan costosa como en compañías cotizadas, no sólo por las menores formalidades sino también por los menos problemas de coordinación y acción colectiva existente en estas compañías. De ahí que en el ámbito de las sociedades cotizadas, por ejemplo, creamos más deseable la utilización de consejeros independientes, mientras que, en el ámbito de las sociedades cerradas, parezca más razonable la utilización de mayorías cualificadas o mayorías de la minoría, no sólo por la inexistencia normalmente de consejeros independientes en sociedades cerradas, sino también por los menores costes de utilizar este sistema de aprobación en sociedades no cotizadas.

Finalmente, creemos que, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas, en el caso de que se implementaran tribunales arbitrales especializados, el legislador ecuatoriano debería permitir la utilización *remedios opresivos* como mecanismos de protección de los minoritarios, tal y como existen en determinadas jurisdicciones de nuestro entorno.<sup>89</sup> Y en el caso de mantener el sistema judicial actual, se recomendaría incrementar la severidad de las sanciones asociadas a los incumplimientos del deber de lealtad. De esta manera, los *insiders* tendrán menos incentivos a realizar prácticas perjudiciales para el interés de los minoritarios. A tales efectos, esta mayor severidad podría verse materializada en el hecho de imponerse, junto al resarcimiento del año, una sanción adicional que cumpla una función eminentemente disuasoria. Al fin y al cabo, como la posibilidad de demanda y condena será menor en países con judicaturas menos eficientes, sería congruente incrementar el importe de la pena –en compensación por la menor probabilidad de *enforcement*– para así reducir los incentivos *ex ante* que, en su caso, pudieran tener los *insiders* para perjudicar injustamente los intereses de los accionistas minoritarios.

## 6.2. La responsabilidad de los administradores

En el ámbito exclusivamente del Derecho de sociedades<sup>90</sup>, los administradores de una compañía suelen estar sometidos a un régimen general de *responsabilidad por daños* y, dependiendo de la jurisdicción, a una *responsabilidad específica* en supuestos en los que, existiendo una causa legal de disolución, los administradores no promovieran la disolución de la entidad, el concurso o el restablecimiento del equilibrio entre el patrimonio neto y el capital social.<sup>91</sup> En materia de responsabilidad por daños, la normativa de sociedades –y en este aspecto, nuevamente, la legislación ecuatoriana tampoco es una excepción– suele distinguir entre aquellos casos en los que el daño se ocasiona a la sociedad, y aquellos en los que el daño se genera a un socio o tercero. En este sentido, mientras que en este último caso surge el derecho de la persona afectada a ejercitar una *acción individual de responsabilidad* con el objetivo de resarcirse

---

<sup>89</sup> Entre estas jurisdicciones podrían encontrarse Reino Unido, Canadá y Singapur. Sobre los remedios opresivos, puede verse Brian R. Cheffins, *An Economic Analysis of the Oppression Remedy: Working towards a More Coherent Picture of Corporate Law*, 40 THE UNIVERSITY OF TORONTO LAW JOURNAL 775 (1990); Ian Ramsay, *An Empirical Study of the Use of the Oppression Remedy*, 27 AUSTRALIAN BUSINESS LAW REVIEW 1(1999).

<sup>90</sup> En este análisis se excluye, por tanto, la responsabilidad civil, administrativa o de otra naturaleza a la que puedan estar sometidos los administradores sociales.

<sup>91</sup> En ocasiones, como pudiera ser el caso de Colombia y otros países latinoamericanos, esta responsabilidad específica se materializa en una responsabilidad por daños, mientras que, en el caso de España y otras jurisdicciones europeas, esta responsabilidad específica se concreta en una responsabilidad por deudas. Por tanto, mientras que, en el primer caso, el demandante tiene que probar el incumplimiento legal de los administradores, el daño y la relación de causalidad, la responsabilidad por deudas surge de manera automática por la pasividad de los administradores para promover el concurso, la disolución o el restablecimiento del equilibrio entre el patrimonio neto y el capital de la compañía.

personalmente del daño provocado por los administradores, los daños ocasionados a la sociedad deben ser resarcidos a través de una *acción social de responsabilidad*, y será la sociedad quien resulte beneficiaria del posible resarcimiento del año.

En principio, la acción social de responsabilidad debe ser acordada por la sociedad mediante acuerdo de la asamblea general. Sin embargo, en países como Ecuador, y, en general, en América Latina, Asia y Europa continental, donde existen accionistas de control, resultará infrecuente que la sociedad (es decir, la mayoría de los socios) acuerde demandar a los administradores, ya que, probablemente, los administradores sean personas allegadas al accionista de control, cuando no sea el propio socio de control quien forme parte del órgano de administración.<sup>92</sup> Por tanto, esta acción sólo tendrá lugar en la práctica cuando un administrador haya quebrado la confianza del accionista de control y, normalmente, incluso haya sido destituido para el ejercicio del cargo.

Como consecuencia de lo anterior, y con el objetivo de que la responsabilidad pueda cumplir no solamente una función resarcitoria *ex post* sino que, desde una perspectiva *ex ante*, también sirva como instrumento para la mejora del gobierno corporativo, creemos que sería deseable que Ecuador implementase lo que se conocen en la literatura internacional como “acciones derivadas” (*derivative actions*), o, si se quiere, una legitimación subsidiaria de los accionistas minoritarios para poder ejercitar una acción social de responsabilidad en nombre de la sociedad y sin acuerdo previo de la asamblea general de accionistas.

En este sentido, las acciones derivadas deben ser cuidadosamente diseñadas. Si se facilita en exceso el ejercicio de esta acción (por ejemplo, no exigiendo un porcentaje mínimo para el ejercicio de la acción o facilitando en todo caso la financiación del pleito), se puede crear una indeseable situación de riesgo moral que, en última instancia, derive en litigación oportunista que destruya valor y genere situaciones de posibles chantajes de los minoritarios. Si, por el contrario, se limita en exceso el ejercicio de esta acción (por ejemplo, exigiendo un porcentaje del capital social demasiado elevado o no financiando la acción incluso en situaciones de éxito), no se generarán los beneficios resarcitorios y de gobierno corporativo que pretende conseguir esta acción. Por tanto, resulta conveniente que, en su eventual reforma societaria, el legislador ecuatoriano

---

<sup>92</sup> Para un análisis sobre la discusión de por qué las acciones derivadas resultan infrecuentes, especialmente en países con accionistas de control y en aquellos en los que a través de normas procesales no se incentiva este mecanismo, véase por todos Martin Gelter, *Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?* 37 BROOKLYN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 843 (2012); Arad Reisberg, *DERIVATIVE ACTIONS AND CORPORATE GOVERNANCE* (Oxford University Press, 2007); Dan W. Puchniak, *The Derivative Action in Asia: A Complex Reality?* 9 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 1 (2012).

diseñe cuidadosamente los requisitos de las acciones derivadas. A tal efecto, quizás resulte deseable reducir considerablemente, o incluso eliminar, los porcentajes exigidos para el ejercicio de esta acción, y financiar solamente aquellas demandas que resulten exitosas. A nivel internacional, un modelo que nos parece adecuado para alcanzar el equilibrio entre la protección de los minoritarios, la creación de incentivos adecuados en los administradores y la minimización del riesgo de demandas oportunistas podría ser el que se propuso en el Proyecto de Reforma al Régimen Societario Colombiano de 2015 elaborado por la Superintendencia de Sociedades.<sup>93</sup> Conforme a este modelo, cualquier accionista podrá iniciar una acción derivada. No obstante, será responsable de los gastos judiciales del proceso en aquellos casos en los que se pruebe la mala fe o el ejercicio ilegítimo de esta acción. De esta manera, se desincentivará el ejercicio oportunista de estas acciones. A nuestro modo de ver, la inexistencia de un mínimo de participación del accionista minoritario propuesto en Colombia –y que difiere, por ejemplo, de otros modelos como el español, alemán o brasileño– resultará más deseable en países en los que los accionistas minoritarios no gocen de una tutela adecuada, ya sea por la falta de mecanismos legales apropiados, la inexistencia de una judicatura sofisticada y eficiente, o un mercado de valores y de litigación societaria poco desarrollado.

En cuanto a la responsabilidad específica a la que, en ocasiones, se pueden ver expuestos los administradores sociales, quizás convenga resaltar la *responsabilidad por deudas* que, en determinadas jurisdicciones, existe en supuestos en que, existiendo una causa legal de disolución, los administradores no promueven el restablecimiento del equilibrio patrimonial, la disolución o el concurso. A nuestro modo de ver, esta responsabilidad específica no resulta necesaria ni eficiente. En primer lugar, no resulta pacífico que la causa legal de disolución por pérdidas resulte deseable, ya que, en ocasiones, puede expulsar del mercado a posibles empresas viables que atraviesan una situación temporal de pérdidas (como ocurre con muchas *start-ups*). Por tanto, si la propia regla de “capitaliza o disuelve” resulta discutible, la norma que incentiva su *enforcement* perderá respaldo jurídico y económico.<sup>94</sup> En segundo lugar, las normas generales de responsabilidad por daños podrían servir para tutelar cualquier conducta perjudicial realizada por los administradores en contravención de sus deberes legales o

---

<sup>93</sup> El Proyecto de Reforma al Régimen Societario Colombiano de 2015 puede consultarse en <https://www.supersociedades.gov.co/Historial%20de%20Noticias/2015/Septiembre/Libro%20proyecto%20de%20reforma.pdf>

<sup>94</sup> Aurelio Gurrea Martínez y César Coronel Jones, *Hacia un nuevo sistema de disolución de sociedades en Ecuador: ¿Un modelo para otros países de tradición civilista?* BLOG DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 13 DE OCTUBRE DE 2017 (disponible en <http://www.derechoyfinanzas.org/hacia-un-nuevo-sistema-de-disolucion-de-sociedades-en-ecuador-un-modelo-para-otros-paises-de-tradicion-civilista/>).

fiduciarios. En tercer lugar, y como será comentado en la sección dedicada a la disolución de sociedades (sección 9), la existencia de una responsabilidad por deudas puede generar una situación de riesgo moral y de sobreprotección de acreedores profesionales que, como será analizado, no debería existir. Por tanto, no creemos que resulte necesario ni deseable imponer un régimen específico de responsabilidad en estos supuestos, y ni mucho menos un régimen de responsabilidad por deudas como el que existe en países como España, salvo que la posible responsabilidad por deudores sólo operase frente a los acreedores involuntarios y otro tipo de acreedores no sofisticados.<sup>95</sup>

Finalmente, creemos relevante que Ecuador incorpore el concepto de *administrador de hecho* y someta a estos sujetos al mismo régimen de responsabilidad que a los administradores de derecho. A tal efecto, se recomienda que la definición de administrador de hecho no suponga una prueba diabólica sino que baste con demostrar la influencia de estos sujetos sobre los administradores de derecho y no su intromisión en los asuntos diarios de gestión de la compañía.

## 7. Grupos de sociedades

Por una variedad de motivos jurídicos, financieros, administrativos y reputacionales, muchas de las actividades empresariales que se realizan en la actualidad se desarrollan a través grupos de sociedades.<sup>96</sup> Esta realidad resulta igualmente observable en América Latina, donde la existencia de numerosas empresas familiares y estructuras de capital concentrado facilitan la existencia de grupos de empresas.<sup>97</sup> En este sentido, y aunque no exista un consenso internacional sobre el concepto o existencia de un grupo,<sup>98</sup> la mayoría de autores parecen coincidir en que uno de los principales problemas que se plantean en el ámbito de los grupos de sociedades es el de la protección de los denominados *socios externos*, esto es, aquellos accionistas minoritarios que participan en alguna de las sociedades del grupo. Como consecuencia de esta participación minoritaria, y del interés que pueden tener los *insiders* del grupo

---

<sup>95</sup> Este argumento se desarrolla en Gurrea Martínez y Coronel Jones (2017), nota 88.

<sup>96</sup> Ronald W. Masulis, Peter K. Pham y Jason Zein, *Family Business Groups Around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices*, 24 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 3556 (2011).

<sup>97</sup> Véase Richard Squire, STRATEGIC LIABILITY IN THE CORPORATE GROUP, 78 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 605 (2011) y Masulis et al (2011), nota 90

<sup>98</sup> Sobre el concepto de grupo y regulación de los grupos, véase Rafael Manóvil, GRUPOS DE SOCIEDADES EN EL DERECHO COMPARADO (Abeledo Perrot, 1998); María Luisa De Arriba Fernández, DERECHO DE GRUPOS DE SOCIEDADES (Thomson-Civitas, 2004); José Miguel Embid Irujo, Introducción al Derecho de los grupos de sociedades (Comares, 2003); Klaus Hopt, *Group of companies: A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER No 286 (2015).



en maximizar el valor de su portafolio y, por ende, del grupo, pueden surgir ciertas situaciones de conflicto entre mayoritarios y minoritarios.

En este sentido, algunas jurisdicciones, como pudiera ser el caso paradigmático de Alemania, han optado por promulgar una normativa de grupos que permita no solamente definir el concepto de grupo sino también prever una regulación detallada sobre las condiciones y consecuencias de las transacciones realizadas entre empresas del grupo. Además, en jurisdicciones con o sin Derecho de grupos, también se ha planteado el debate de si, junto al *interés social* de cada compañía, debería legitimarse un *interés de grupo*.<sup>99</sup> A modo de ejemplo, podría plantearse la posibilidad de que una transacción genere un beneficio de 100 millones para un determinado Grupo (imaginemos, el Grupo ABC), mientras que, sin embargo, suponga un coste de 80 millones para una de las sociedades del grupo (imaginemos, Filial A). En estos casos, la transacción resultaría en *interés del grupo* ABC pero contraría el *interés social* de la Filial A. Por tanto, se plantearía el debate sobre el modo más apropiado de actuar de los administradores de la Filial A. Conforme a una normativa societaria que legitime el concepto de interés del grupo, los administradores de la Filial A (nombrados por los *insiders* del Grupo ABC) podrían llevar a cabo la transacción, siempre y cuando, posteriormente, Grupo ABC o la sociedad concreta que se beneficie de la transacción indemnice a la Filial A con un importe equivalente al daño experimentado (80 millones).<sup>100</sup> De esta manera, la transacción sería eficiente en el sentido enunciado por Kaldors y Hicks, y, por tanto, debería entenderse deseable.

No obstante lo anterior, en países como Ecuador, en los que existe una normativa societaria que no reconoce el interés del grupo sino el exclusivo interés de las compañías, la actuación de los administradores de la Filial A sería rechazar la transacción por resultar indeseable para los intereses de Filial A, aunque ello suponga una destrucción de valor (o, si se quiere, una pérdida irrecuperable de eficiencia) por importe de 20 millones.

En nuestra opinión, la prevalencia de la primera tesis, centrada en el reconocimiento del interés del grupo, podría tener sentido desde un punto de vista teórico y económico. Sin embargo, en la práctica, será difícil delimitar y, sobre todo, cuantificar los posibles

---

<sup>99</sup> Sobre este debate, véase el informe sobre el reconocimiento del grupo de sociedades elaborado por el Grupo Informal de Expertos en Derecho de Sociedades de la Comisión Europea (disponible en [http://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/34455/1/2016-10%20icleg\\_recommendations\\_interest\\_group\\_final\\_en.pdf](http://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/34455/1/2016-10%20icleg_recommendations_interest_group_final_en.pdf) )

<sup>100</sup> Esta tesis se basa en la teoría económica y en lo que la doctrina ha calificado la teoría de las ventajas compensatorias. Para un análisis de esta teoría, véase Mónica Fuentes Naharro, *Grupos de sociedades y protección de terceros* (Thomson Reuters-Civitas, 2007).

beneficios generados al grupo, así como el posible importe de lo que debería entenderse indemnización adecuada a la filial. Ello, además, exigiría un alto grado de sofisticación de los jueces encargados de revisar, en su caso, estas posibles decisiones de la matriz. Por este motivo, creemos que, aunque esta alternativa podría admitirse en países con sistemas judiciales más sofisticados<sup>101</sup>, quizás no resultara deseable en países como Ecuador, salvo que se produjera una reforma estructural del sistema judicial o, en su caso, se implementara el tribunal arbitral especializado en asuntos societarios que se propone en el presente documento. Y de legitimarse el interés del grupo en ausencia de una justicia o tribunal arbitral de carácter especializado, en lugar de establecer una regla de revisión *ex post* mediante la que los tribunales evaluaran *ex post* el posible beneficio del interés del grupo y la compensación adecuada a la filial, se debería favor un sistema de control *ex ante* donde, quizás, una mayoría de la minoría o, en su caso, una mayoría cualificada de la asamblea general de la filial, aprobara la celebración de la transacción a la luz de las condiciones establecidas, particularmente en lo que se refiere a la compensación adecuada.

La situación sería distinta en filiales sin socios externos en las que, por tanto, el único socio de la filial fuera la matriz. En este caso, el interés social se correspondería con el interés de la sociedad matriz. En estas circunstancias, las normas generales del Derecho de sociedades legitimarían la transacción sin que sea necesario alegar un hipotético interés del grupo.

En todo caso, y sin perjuicio de las anteriores consideraciones sobre la posibilidad de legitimar el concepto de interés del grupo, creemos que el legislador ecuatoriano debería emprender otra serie de reformas en materia de grupos. En primer lugar, crearíamos deseable que definiera el concepto de grupo de sociedades, y que esta definición sea lo suficientemente amplia para incluir a todas aquellas sociedades bajo una dirección unitaria. En segundo lugar, también parecería oportuno que, en determinados supuestos (normalmente, en función del tamaño o tipo de actividades económicas que se realicen), los grupos de sociedades sean obligados a la formulación de cuentas anuales consolidadas. En tercer lugar, y junto con las citadas obligaciones contables, los grupos de sociedades también deberían estar sujetos a mayores exigencias de revelación de información. En concreto, deberían informar sobre todas las entidades que formen parte del grupo, o sobre todas aquellas entidades sobre las que la matriz o los socios de

---

<sup>101</sup> Analizando la necesidad de tener un Derecho común o especial de grupos, y favoreciendo la legitimación del interés del grupo (aunque en el contexto español y europeo), puede verse el impredecible trabajo de Cándido Paz-Ares, *¿Derecho común o Derecho español de grupos? Esa es la cuestión*, en M<sup>a</sup> Belén González y Amanda Cohen (dirs.), *DERECHO DE SOCIEDADES: CUESTIONES SOBRE ÓRGANOS SOCIALES* (Tirant lo blanch, 2019), pp. 1479-1631.

control tengan algún tipo de influencia o interés significativo, así como informar sobre todas las posibles transacciones realizadas con estas sociedades. Finalmente, y aunque este último aspecto sea más propio del Derecho concursal que del Derecho de sociedades, creemos que, en supuestos de insolvencia de las sociedades del grupo, debería permitirse la tramitación conjunta de los concursos de las entidades, aunque *no* –salvo supuestos excepcionales– la consolidación sustantiva de los activos y pasivos de todas las sociedades del grupo<sup>102</sup>, o la responsabilidad de la dominante por las deudas de la filial.<sup>103</sup>

## 8. Fusiones y adquisiciones de empresa

Las operaciones de fusiones y adquisiciones pueden tener lugar por diferentes motivos jurídicos y económicos. En ocasiones, pueden motivarse por la existencia de sinergias que puedan ocasionar que el producto de la fusión sea más valioso que la suma de las partes intervinientes. En otros casos, pueden distribuir valor, como ocurre frecuentemente en fusiones o escisiones por motivos legales, fiscales, o de posicionamiento de mercado, donde, en realidad, no se crea valor con la fusión (al menos, desde el punto de vista del bienestar general), sino que las ventajas para una parte (e.g., sociedad adquirente) suelen corresponderse con un perjuicio para otra parte (e.g., autoridades tributarias en el caso de fusiones por motivos fiscales o, en el caso de fusiones para incrementar mayor cuota de mercado, consumidores que pueden verse afectados negativamente por una menor competencia). Finalmente, también existen fusiones y adquisiciones que, desde una perspectiva económica, incluso pueden destruir valor, pero pueden resultar de interés para los administradores o socios de control. El caso paradigmático de estas fusiones y adquisiciones serían los conocidos como “construcción de imperios” (*empire building*) en los que, en ocasiones, un administrador o socio de control quiere adquirir una compañía simplemente por ser más grande, y con ello disfrutar de mayores beneficios privados del control y hacer más difícil (por resultar más costosa) una posible adquisición hostil de la compañía. Mientras este último tipo de fusiones y adquisiciones deben prevenirse, al suponer, en definitiva, una forma de *tunneling*, las primeras deben fomentarse, y las segundas, bajo determinados controles (sobre todo, cuando puedan impactar en la competencia del mercado), deben permitirse.

---

<sup>102</sup> La consolidación sustantiva consiste en la agregación de todos los activos y pasivos de las sociedades del grupo. Es un remedio extraordinario de origen jurisprudencial en el Derecho de Estados Unidos, que posteriormente se ha implementado en otros países de nuestro entorno.

<sup>103</sup> Esta solución, creemos que sin demasiado acierto (por cuestionar el principio de responsabilidad limitada y separación patrimonial), se establece en el Derecho concursal colombiano.

Además, el hecho de que, junto a reorganizaciones empresariales a través de operaciones de fusión, escisión, traslados internacionales del domicilio y otras modificaciones estructurales, también se fomente un mercado para el control corporativo puede generar diversos beneficios. Por un lado, y desde una perspectiva *ex post*, puede incentivar que la compañía pueda ser gestionada por personas más eficientes o con un plan de negocio superior. Por otro lado, y desde un punto de vista *ex ante*, el hecho de que exista este mercado para el control corporativo incentivará que los administradores maximicen el valor de la compañía ya que, de lo contrario, provocará que se incremente el riesgo de OPA y, con ello, la posibilidades de perder sus puestos.

Desde un punto de vista jurídico, la regulación de las fusiones y escisiones difieren considerablemente entre países. Asimismo, también difieren significativamente los requisitos y mecanismos de protección de terceros existentes en fusiones y escisiones. Por este motivo, y habida de cuenta de que el objetivo del presente trabajo no es ofrecer una propuesta concreta de regulación societaria ecuatoriana sino, simplemente, sentar las líneas de lo que debería ser un moderno Derecho de sociedades, nuestras recomendaciones se limitarán a dos aspectos. En primer lugar, creemos que el legislador debería permitir que el mercado enjuiciara la deseabilidad y conveniencia de una fusión, escisión o cualquier otra modificación estructural. Por tanto, estas operaciones deben ser facilitadas sin que dogmatismos o formalidades supongan impedimento alguno. Las únicas limitaciones a estas operaciones deben provenir de la necesidad de proteger a terceros (principalmente, accionistas minoritarios y acreedores). Si no se produce esta protección, no sólo pueden generarse indeseables efectos *ex post* (enriquecimiento indebido de los *insiders* a expensas de terceros) sino que, desde una perspectiva *ex ante*, estas potenciales situaciones de oportunismo puede provocar una mayor reticencia de acreedores y accionistas minoritarios a conceder financiación, elevando de esta manera el coste del capital de las empresas y reduciendo las posibilidades de financiación de las compañías del país. Por tanto, razones jurídicas y económicas justifican la protección de terceros como único límite para el diseño y regulación de las modificaciones estructurales.

A modo de ejemplo, y de manera similar a lo planteado en el ámbito de los grupos de sociedades, podría plantearse una operación que genere un valor de 100\$ y un daño de 80\$ a una de las partes. En nuestra opinión, el legislador debería facilitar todas las operaciones que resulten creadoras de valor o, si se quiere, sean eficientes. En el caso de que una operación sea eficiente en sentido de Pareto y, por tanto, sea beneficiosa para ambas partes o, al menos, para alguna de ellas pero sin que perjudique en ningún caso a alguna de las partes, la transacción debería llevarse a cabo. Los problemas se

plantearán cuando una operación sea eficiente en sentido de Kaldor-Hicks, esto es, cuando una transacción sea beneficiosa para el bienestar general pero pueda perjudicar a alguna parte. En estos casos, creemos que la solución no debería consistir en prohibir la operación sino en diseñar mecanismos para la protección (*ex ante*) o indemnización (*ex post*) de las partes afectadas, de manera tal que, permitiendo la operación, se permita proteger o indemnizar a las partes afectadas. Por tanto, como se ha puesto de manifiesto a lo largo del presente documento, la solución regulatoria debe ser guiada nuevamente por criterios económicos. Y estos criterios económicos no sólo implican favorecer la generación de valor sino también promover la tutela de terceros, ya que el posible daño a terceros no sólo sería reprochable jurídicamente sino también económicamente al resultar perjudicial para la confianza y la atracción de inversión en el país.

En segundo lugar, creemos que favorecer un mercado para el control corporativo y, en general, la existencia de una amenaza de adquisiciones hostiles puede resultar positivo para la economía ecuatoriana.<sup>104</sup> Desde una perspectiva *ex post*, puede incentivar que las empresas resulten gestionadas por personas más eficientes o con mejores ideas o recursos para la gestión de la compañía. Desde un punto de vista *ex ante*, puede incentivar que los administradores gestionen las compañías ecuatorianas de manera más eficiente y responsable, maximizando de esta manera el valor de la empresa en interés de los accionistas. De lo contrario, si la compañía se encontrara infravalorada, quedarán expuestos a un mayor riesgo de adquisición hostil y, por tanto, de eventual despido.<sup>105</sup> Por tanto, creemos que resultaría necesario promover el mercado para el control corporativo en Ecuador. Para ello, el Derecho de OPAS debería basarse en tres principios esenciales. En primer lugar, y a diferencia de lo que ocurre en el Derecho de Estados Unidos, deberían ser los accionistas –y no los administradores– quienes decidieran, en última instancia, sobre la aceptación o rechazo de una OPA hostil. Por tanto, debería existir un *deber de pasividad* de los administradores, tal y como existe, con carácter general, en la normativa de OPAS de Reino Unido, Asia y Europa Continental.<sup>106</sup> En segundo lugar, creemos que deberían prohibirse las medidas anti-

---

<sup>104</sup> Fernando Vives y Camilo Gantiva, *El Mercado de Control Societario en Iberoamérica*, en AAVV, GOBIERNO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2015) (disponible en <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/03/Capitulo-11-.pdf>).

<sup>105</sup> Por empresas infravaloradas nos referimos a aquellas compañías que cotizan a un valor inferior al de su “valor real”, o el valor que, en fin, podría extraerse de las mismas con unos administradores que tengan el conocimiento, la visión, los incentivos y el compromiso adecuados.

<sup>106</sup> Javier García de Enterría, *El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, 2 REVISTA DE DERECHO DEL MERCADO DE VALORES 89 (2008); John Armour, Jack B. Jacobs y Curtis Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, 52 HARVARD INTERNATIONAL LAW JOURNAL (2011); Aurelio Gurrea Martínez, *New Agency Problems, New Legal Rules? Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER SERIES 3/2016 (disponible en

OPA, tales como la denominada píldora venenosa (*poison pill*) o los consejos escalonados de administración (*staggered boards*).<sup>107</sup> Finalmente, creemos que debería eliminarse el carácter imperativo de la OPA obligatoria que tradicionalmente ha existido en Reino Unido, Asia y Europa Continental, que obligan a que los posibles adquirentes realicen una oferta a la *totalidad* de los accionistas en el caso de superar un porcentaje mínimo del capital de la compañía. En su lugar, proponemos que la existencia de la OPA obligatoria sea decidida por la propia compañía a través de sus estatutos sociales.<sup>108</sup> El

---

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2766208](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2766208)); Wai Yee Wan y Umakanth Varottil, *Hostile Takeover Regimes in Asia: A Comparative Approach*, SINGAPORE MANAGEMENT UNIVERSITY SCHOOL OF LAW RESEARCH PAPER NO. 01 (2018) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3167684](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3167684)). Este deber de pasividad también ha sido propuesto para Estados Unidos. Véase Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *The Proper Role of the Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161 (1981).

<sup>107</sup> La "poison pill" (o *píldora venenosa*) es un mecanismo que se activa cuando un adquirente hostil supera un determinado porcentaje del capital de una compañía (normalmente, 15-20%). En este momento, surge el derecho de todos los accionistas (excepto del que supera el umbral del 15-20%) a comprar acciones de la sociedad adquirida (*flip-in poison pill*) o de la adquirente (*flip-over poison pill*) con un descuento significativo. De esta manera, la píldora venenosa sirve como mecanismo de disuasión (*ex ante*) o de dilución (*ex post*) frente a posibles adquirentes hostiles. Esta invención legal se atribuye a Martin Lipton. Desde sus inicios profesionales, Martin Lipton se ha mostrado partidario de proteger a los administradores, no sabemos si por convicción o, en su caso, por interés profesional (ya que su actividad profesional se centra especialmente en la defensa de los consejos de administración o juntas directivas). Mientras autores como Martin Lipton abogan por defender a los administradores alegando que es la alternativa más deseable para la protección de los accionistas y otros "stakeholders", para Bainbridge, por ejemplo, esta defensa de los administradores se encuentra justificada por el hecho de que son quienes se encuentran en mejor posición para maximizar la riqueza de los accionistas. Para un análisis de ambas hipótesis, véase Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUSINESS LAWYER 101 (1979) y Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NORTHWESTERN UNIVERSITY LAW REVIEW 547, 573 (2003). Por su parte, otros autores han criticado que se defienda a los administradores en supuestos de OPAS hostiles y abogan por una regla de pasividad (como existe en Europa) en supuestos de adquisiciones hostiles. De esta manera, podrían generarse, desde una perspectiva *ex ante*, los beneficios asociados a la existencia de un mercado para el control corporativo. En este sentido, véase por todos Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 THE JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 110 (1965). Avalando esta tesis de la pasividad de los administradores, véase Frank H. Easterbrook y Daniel R. Fischel, *The Proper Role of the Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161 (1981). Muy crítico a las *poison pills* y, en general, a las medidas anti-OPA se ha mostrado el profesor Lucian Bebchuk, así como algunos de sus coautores. Véase, por ejemplo, Lucian A. Bebchuk y Robert J. Jackson, Jr., *Toward a Constitutional Review of the Poison Pill*, 114 COLUMBIA LAW REVIEW 1549 (2014). Entre los trabajos empíricos analizando la deseabilidad de las medidas anti-OPA, puede verse Lucian A. Bebchuk y Alma Cohen, *The Costs of Entrenched Boards*, 78 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 409 (2005); Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen y Charles C.Y. Wang, *Staggered Boards and the Wealth of the Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, NBER WORKING PAPER NO. 17127 (2011); Alma Cohen y Charles C.Y. Wang, *Reexamining staggered boards and shareholder value*, 125 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 637 (2017). Todos los trabajos anteriores señalan que, en general, las medidas anti-OPA destruyen valor para los accionistas. En sentido contrario, puede verse Martijn Cremers y Simone M. Sepe, *The Shareholder Value of Empowered Boards*, 68 STANFORD LAW REVIEW 67 (2016). Y como posturas intermedias, alegando que la deseabilidad de una medida anti-OPA depende del tipo de empresa, puede verse Robert Daines, Shelley Xin Li y Charles C. Y. Wang, *Can Staggered Boards Improve Value? Evidence from the Massachusetts Natural Experiment*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - FINANCE WORKING PAPER NO. 499/2017; Yakov Amihud, Markus Schmid y Steven Davidoff Solomon, *Settling the Staggered Board Debate*, UNIVERSITY OF ST.GALLEN, SCHOOL OF FINANCE RESEARCH PAPER NO. 2017/13 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3034492](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3034492)). En la literatura iberoamericana, para un fantástico análisis de las medidas defensivas frente las OPAS véase por todos Javier García de Enterría, *MERCADO DE CONTROL, MEDIDAS DEFENSIVAS Y OFERTAS COMPETIDORAS: ESTUDIOS SOBRE OPAS* (Civitas, 1999).

<sup>108</sup> Esta opción legislativa ha sido acogida por países como Suiza. Asimismo, ha sido propuesta por la mejor doctrina. En este sentido, véase Luca Enriques, Ronald J. Gilson y Alessio M. Paces, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, 4 HARVARD BUSINESS LAW REVIEW 85 (2014).

motivo de esta decisión de política legislativa es doble. En primer lugar, consideramos que resulta más consistente con el carácter dispositivo que, salvo supuestos justificados, creemos que deberían tener las normas societarias. En segundo lugar, esta norma ha sido justificada tradicionalmente sobre la base de proteger a los socios minoritarios, no sólo por distribuir la prima de control pagada por el nuevo adquirente, sino también por ofrecerles una salida razonable de la compañía en el caso de que se produzca un cambio de control.<sup>109</sup> Sin embargo, a nuestro modo de ver, estos argumentos no resultan del todo convincentes. En concreto, creemos que el hecho de que la oferta deba recaer sobre la totalidad de los accionistas provocará que la OPA sea más costosa. En consecuencia, se reducirá el número de OPAS y, con ello, la posibilidad de que se pueda repartir prima alguna. En consecuencia, los accionistas minoritarios no disfrutarán de los hipotéticos beneficios *ex post* que pretende conseguir esta medida. Sin embargo, experimentarán los posibles costes asociados a tener un socio de control y/o un órgano de administración ineficiente (o incluso oportunista), al reducirse las posibilidades de que se produzca un cambio de control.<sup>110</sup> Además, también les ocasionará un posible coste de oportunidad, asociado con la posibilidad de que unos nuevos gestores implementen una estrategia empresarial que genere más valor para la compañía. En consecuencia, aunque podría alegarse que, junto al eventual beneficio *ex post* que pueda generar la OPA obligatoria para los accionistas minoritarios, la existencia de este mecanismo también puede generar otros beneficios *ex ante* (e.g., atracción de inversores que confíen en el futuro reparto igualitario de la prima de control en el hipotético supuesto de una OPA), estos beneficios serán prácticamente inexistentes si la amenaza *real* de que exista una OPA y, por tanto, un reparto de la prima de control, resulta prácticamente inexistente. En consecuencia, creemos que la decisión de adoptar o no la OPA obligatoria debería ser decidida por los propios accionistas a través

---

<sup>109</sup> Resaltando este objetivo de la OPA obligatoria, y señalando también que puede favorecer a los accionistas minoritarios a través de otorgarles derechos de salida en situaciones de cambio de control, puede verse Peter Böckli, Paul Davies, Eilis Ferran, Guido Ferrarini, José Garrido García, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Katharina Pistor, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap Winter y Eddy Wymeersch, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Paper No 5/2014 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2362192](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2362192)).

<sup>110</sup> Cuestionando la deseabilidad de la OPA obligatoria, puede verse Javier García de Enterría, *LA OPA OBLIGATORIA* (Civitas, 1996); Luca Enriques, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?* in Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter y Eddy Wymeersch (eds.), *REFORMING COMPANY LAW AND TAKEOVER LAW IN EUROPE* (Oxford University Press, 2004); Luca Enriques, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 22 *EUROPEAN BUSINESS LAW REVIEW* 623 (2011); Rolf Skog, *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule?* *SOCIÉTÉ UNIVERSITAIRE EUROPÉENNE DE RECHERCHES FINANCIÈRES* AMSTERDAM (1997) (available at [https://www.suerf.org/docx/o\\_21be9a4bd4f81549a9d1d241981cec3c\\_1771\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/o_21be9a4bd4f81549a9d1d241981cec3c_1771_suerf.pdf)); Luca Enriques, Ronald J. Gilson y Alessio M. Paccas, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, 4 *HARVARD BUSINESS LAW REVIEW* 85 (2014); Aurelio Gurrea Martínez, *New Agency Problems, New Legal Rules? Rethinking Takeover Regulation in the US and Europe*, *INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER* 3 (2016).



de los estatutos sociales.<sup>111</sup> Si la compañía fuera cotizada al momento de implementar esta reforma que proponemos, y, por tanto, las compañías tuvieran en vigor la OPA obligatoria, la derogación de esta medida –que pasaría a tener carácter dispositivo– debería ser aprobada por una mayoría de los accionistas a los que, se supone, pretende proteger esta medida, esto es, los accionistas minoritarios. Por tanto, la OPA obligatoria sería implementada como una “*opt-out*” rule que, para su derogación, exija una mayoría de la minoría. No obstante, si la compañía fuera cerrada y pretendiera salir a bolsa, creemos que el sentido de la regla supletoria debería ser distinto. En este caso, y habida cuenta de la cuestionada deseabilidad económica de la OPA obligatoria, creemos que, a falta de pacto en contrario en los estatutos sociales, la OPA obligatoria no debería existir. Por tanto, la OPA obligatoria sería implementada como “*opt in*” rule en el Derecho societario ecuatoriano. Como consecuencia, para que una (nueva) compañía ecuatoriana tenga una OPA obligatoria esta regla deberá ser adoptada expresamente en los estatutos sociales. A tales efectos, creemos que la inclusión de la regla puede ser realizada por la mayoría ordinaria requerida para la modificación de estatutos sociales. Al fin y al cabo, y a pesar de que el mercado de valores en Ecuador no resulte lo suficientemente sofisticado para que el precio de cotización refleje de manera exacta el valor intrínseco de la compañía y de la información pública disponible<sup>112</sup>, los fundadores/accionistas de control tendrán incentivos a proponer la regla que resulte más eficiente para el éxito de la salida a bolsa. Por tanto, si piensan que potenciales inversores externos se encontrarán más protegidos con la existencia de la OPA obligatoria, probablemente decidirán implementar esta medida en los estatutos sociales. Por el contrario, si piensan que esta medida resulta poco atractiva para posibles inversores externos (e.g., inversores institucionales), los fundadores/socios de control no tendrán incentivos para incorporar esta medida en los estatutos sociales.

A nuestro modo de ver, aunque la decisión –y la propia deseabilidad de esta medida– dependa de cada compañía, y, por tanto, sea el mercado quien finalmente acabe incentivando la existencia o inexistencia de OPA obligatoria en cada compañía, sería

---

<sup>111</sup> Proponiendo que la regulación de OPAS en Europa sea decidida por las empresas y no por los Estados, véase Luca Enriques, Ronald J. Gilson y Alessio M. Paces, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, 4 HARVARD BUSINESS LAW REVIEW 85 (2014).

<sup>112</sup> De existir esta capacidad del mercado de absorber de manera inmediata la información pública disponible se podría decir que el mercado de valores resulta eficiente desde el punto de vista informativo, o, lo que es lo mismo, se cumpliría la hipótesis de los mercados eficientes (*efficient capital markets hypothesis*). En este sentido, véase Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 JOURNAL OF FINANCE 383 (1970). No obstante, creemos que, si bien la hipótesis de los mercados eficientes puede gozar todavía –y pesar de las críticas surgidas en los últimos años, especialmente por exponentes de la economía conductual como Richard Thaler y Robert Shiller– de un alto grado de aceptación en países como Estados Unidos, esta tesis resultará menos convincente en países como Ecuador donde el mercado no tiene la misma capacidad de absorber y reaccionar frente a nueva información disponible, habida cuenta de la menor liquidez y profundidad del mercado, y del menor número de analistas y actores del mercado de valores.



probable esperar que muchas sociedades salgan a bolsa sin la existencia de la OPA obligatoria, no sólo porque sería la “regla supletoria”<sup>113</sup>, sino también porque, probablemente, sea la regla preferida por el socio de control (que, a través de su mayoría de votos, tendrá la posibilidad de modificar los estatutos sociales) por un doble motivo. Por un lado, dotará a sus acciones de mayor liquidez, ya que será más factible que pueda vender su paquete de control en un momento futuro, al no existir la obligación de potenciales adquirentes de realizar una oferta a la totalidad de los accionistas. Por otro lado, al ser la regla que probablemente prefieran muchos minoritarios, el socio de control tendrá incentivos igualmente a no implementar la OPA obligatoria, para que así pueda tener más éxito en la salida a bolsa.

## 9. Disolución y liquidación de sociedades<sup>114</sup>

Una normativa adecuada y eficiente de disolución de sociedades no sólo resulta relevante para la salida de empresas, la protección de terceros (especialmente, frente a “cierres de hecho” de empresas) y la asignación eficientes de recursos en una economía, sino también para la propia constitución y regularidad de empresas en la medida en que los posibles costes de la disolución pueden afectar, desde una perspectiva *ex ante*, a los incentivos de los emprendedores para llevar a cabo una actividad empresarial bajo una forma jurídica societaria. En este sentido, y sin perjuicio de las mejoras que puedan ser incorporadas en la futura normativa de sociedades ecuatoriana, creemos que debería seguirse en la línea de la propuesta elevada por la Superintendencia de Compañías a la Asamblea Nacional de la República en agosto de 2017. A nuestro modo de ver, esta propuesta refleja un profundo y deseable cambio en la normativa de disolución de sociedades, como

---

<sup>113</sup> En ocasiones, los juristas –y la sociedad en general– infravaloran el poder de las normas supletorias. Sin embargo, el diseño de estas reglas puede afectar de manera significativa al comportamiento de los ciudadanos y, en última instancia, a la economía y la sociedad en general. A modo de ejemplo, puede pensarse en una medida como la donación de órganos. Imaginemos que, como acontece en muchos países de nuestro entorno, la regla general es que las personas no donarán sus órganos tras su fallecimiento, salvo que la donación haya sido expresamente decidida en vida por el donante. Ahora imanemos un cambio de la regla supletoria, consistente en aplicar la donación de órganos como regla general, salvo que las personas decidan en vida que no quieren donar sus órganos. En ambos casos, las personas son libres de decidir si donar o no sus órganos. Sin embargo, resulta evidente que, por una serie de circunstancias asociadas principalmente los costes de conocer y cambiar la regla supletoria, el diseño de la regla supletoria en el segundo caso probablemente suponga un incremento significativo del número de donaciones de órganos de un país. Para un análisis del poder de las reglas supletorias y, en general, de cómo el legislador puede diseñar el sistema para mejorar la toma de decisiones de los individuos sin afectar su nivel de autonomía, en un movimiento conocido como “paternalismo libertario” basado en la idea de crear “empujoncitos” (o *nudges*) regulatorios, véase por todos Richard H. Thaler y Cass R. Sunstein, *NUDGE: IMPROVING DECISIONS ABOUT HEALTH, WEALTH, AND HAPPINESS* (Yale University Press, 2008).

<sup>114</sup> Este apartado se basa esencialmente en Aurelio Gurrea Martínez y César Coronel Jones, *Hacia un nuevo sistema de disolución de sociedades en Ecuador: ¿Un modelo para otros países de tradición civilista?* BLOG DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 13 DE OCTUBRE DE 2017 (disponible en <http://www.derechoyfinanzas.org/hacia-un-nuevo-sistema-de-disolucion-de-sociedades-en-ecuador-un-modelo-para-otros-paises-de-tradicion-civilista/>)

consecuencia de las siguientes características que se encuentran en la propuesta: (i) la agilización del trámite de la disolución, liquidación y extinción de sociedades; (ii) la mayor precisión de las tareas y deberes del liquidador; y (iii) la dispensa de la causa legal de disolución por pérdidas a las empresas de nueva creación (*start-ups*). De hecho, creemos que los principios inspiradores esta reforma del régimen de disolución de sociedades propuesto en Ecuador incluso podría servir como referente para otros países de la comunidad iberoamericana.

En primer lugar, el nuevo modelo ecuatoriano facilita la salida de empresas del mercado a través de la reducción de costes de la liquidación. Por tanto, puede ayudar a elevar los niveles de emprendimiento del país, habida cuenta de que los costes de la liquidación no sólo suponen *costes de salida* del mercado sino también barreras o *costes de entrada*, y ambos pueden resultar descontados por los operadores al momento de decidir sobre la posible puesta en marcha de un negocio.<sup>115</sup> Por tanto, cuanto mayor resulten los costes de entrada y salida del mercado, menor será el grado de emprendimiento en el país.

En segundo lugar, la rápida salida del mercado de determinadas empresas (en algunos casos, por su falta de éxito en el mercado y, en otros, simplemente, por el cumplimiento de su fin social), también puede ayudar a reducir el número de empresas “zombies” existente en una economía, esto es, el número de empresas que continúan *jurídicamente* operativas pero económicamente sin actividad. Y esta reducción de las “empresas zombies” no solo debe considerarse un dato positivo para la protección de acreedores y otros operadores de buena fe sino también para la competitividad de una economía al eliminar del tráfico jurídico a aquellos operadores que no han sido exitosos en el mercado y/o, en su caso, hayan cumplido su propósito empresarial.

En tercer lugar, como ha sido puesto de manifiesto por diversos autores<sup>116</sup>, resulta discutible la deseabilidad económica de la regla del “capitaliza o disuelve” que, en esencia, supone el deber de capitalizar o disolver una sociedad cuando existan pérdidas sociales que reduzcan el patrimonio neto a un determinado porcentaje del

---

<sup>115</sup> No obstante lo anterior, conviene tener en cuenta que, por problemas asociados con la satisfacción a corto plazo, la sobreconfianza, y otros problemas conductuales y de asimetrías de la información, los primeros costes (barreras de entrada) podrían jugar un papel más importante que los segundos (barreras de salida) en factores como el emprendimiento.

<sup>116</sup> Véase Luca Enriques y Jonathan Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL LAW REVIEW 1165 (2001); Aurelio Gurrea Martínez, *El cuestionado protagonismo de los acreedores en el Derecho de sociedades español y europeo: causas e implicaciones*, HAY DERECHO, 29 de mayo de 2017 (disponible en <http://hayderecho.expansion.com/2017/05/29/el-cuestionado-protagonismo-de-los-acreedores-en-el-derecho-de-sociedades-espanol-y-europeo-causas-e-implicaciones/>).

capital social. A nuestro modo de ver, esta regla del “capitaliza o disuelve” puede resultar perjudicial para el emprendimiento y la innovación en un país ya que, en ocasiones, puede expulsar del mercado a empresas viables que se encuentren atravesando una situación temporal de pérdidas, como ocurre, especialmente, con el caso de empresas de nueva creación (*start-ups*). Además, los *acreedores profesionales* no necesitan de mecanismos especiales de protección, en la medida en que pueden protegerse por sus propios medios (e.g., *covenants*, garantías, tipos de interés, etc.). Por su parte, existen mecanismos más efectivos –y eficientes– para la protección de los acreedores extracontractuales y otros acreedores menos sofisticados.<sup>117</sup>

Los posibles problemas de prever la regla de “capitaliza o disuelve” en supuestos de pérdidas sociales que reduzcan el patrimonio neto a una determinada cuantía del capital social se agrava todavía más si el cumplimiento de esta norma se incentiva con una medida tan poderosa como la (automática) responsabilidad solidaria por deudas de los administradores sociales que, por ejemplo, existe en el Derecho español. En efecto, bajo la normativa española de sociedades, una vez se constate una causa legal de disolución (que, en el caso de la disolución por pérdidas, tampoco es una cuestión que resulte pacífica, en la medida en que entraña implicar magnitudes contables), los administradores tienen el deber de promover la disolución, el concurso o la remoción de la causa de disolución. Y de no hacerlo en el plazo de dos meses, responderán de manera personal y solidaria por todas las deudas que contraiga la sociedad con posterioridad al acaecimiento de la causa de disolución. Afortunadamente, desde la reforma española de 2005, esta responsabilidad no alcanza a las deudas *anteriores* a la causa legal de disolución. En todo caso, la existencia de esta responsabilidad por deudas (posteriores) todavía resulta un mecanismo especialmente severo para asegurar el cumplimiento de una norma cuya deseabilidad económica, además, resulta discutida. De ahí que, en caso de mantenerse la regla del capitaliza o disuelve, quizás fuera más oportuno un *enforcement* menos severo, como el que ocurre en otros países de tradición civilista, como podría ser el caso de Colombia, donde existe igualmente la causa legal de disolución por pérdidas, y el deber de convocar a la asamblea general de accionistas,

---

<sup>117</sup> Ejemplos de estos mecanismos podrían incluir el establecimiento de una prioridad en caso de concurso, la imposición de seguros obligatorios para determinadas empresas con mayor exposición a esta tipología de acreedores, o incluso, como propusieron Kraakman y Hansmann, la responsabilidad ilimitada de los socios frente a los acreedores extracontractuales. Reinier Kraakman y Henry Hansmann, 110 *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts* 1879, *YALE LAW JOURNAL* (1991). Para un análisis general de los distintos mecanismos potencialmente utilizados para la protección de acreedores, véase William Allen, Reinier Kraakman y Guhan Subramanian, *COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION*, Wolters Kluwer (4ª Edición, 2011), p. 151.

pero la responsabilidad de los administradores por la falta de cumplimiento de estos deberes es una responsabilidad general por daños.

En cualquier caso, y si se mantuviera (o se implementara) una responsabilidad por deudas similar a la que existe en el Derecho español, esta responsabilidad sólo debería existir frente a los acreedores extracontractuales y menos satisfechos (esto es, los “*non-adjusting creditors*” en la terminología de Bebchuk y Fried<sup>118</sup>). De lo contrario, podría generarse una indeseable situación de riesgo moral respecto de los acreedores profesionales que, en este sentido, no sólo debilitaría la función de “gatekeepers” que pueden cumplir estos operadores, sino que también podría contribuir a generar un problema de “sobreinversión” (esto es, de financiar proyectos -o empresas- que no deberían ser financiados por resultar económicamente inviables), como consecuencia de contar con un patrimonio de garantía adicional con el que poder satisfacer sus derechos de crédito.

Por tanto, creemos que la reforma ecuatoriana iniciada en materia de disolución de sociedades se realiza en la dirección correcta al eximir de la causa legal de disolución a las empresas de nueva creación, que son, precisamente, las empresas que tienen un mayor riesgo de incurrir en la indeseable situación que se ha comentado: ser viables pero, al encontrarse en situación temporal de pérdidas, ser incentivadas a abandonar el mercado. En concreto, conforma al citado modelo ecuatoriano se exime de la causa legal de disolución por pérdidas a todas las sociedades de capital que se encuentren en sus primeros tres ejercicios sociales desde la constitución. Por tanto, esta medida debe acogerse de manera positiva por los operadores económicos ya que permitirá que numerosas empresas viables en situación temporal de pérdidas no abandonen el mercado. Asimismo, contribuirá a que, en beneficio de la innovación en el país, las compañías ecuatorianas de nueva creación puedan perseguir ideas o proyectos empresariales potencialmente valiosos pero arriesgados sin el miedo a incurrir en una situación de pérdidas que pueda incentivarlas a abandonar el mercado de manera prematura. Al fin y al cabo, el progreso y la innovación son factores que, necesariamente, implican la asunción de nuevos riesgos. Por tanto, no se puede sancionar, desincentivar o estigmatizar de alguna manera el fracaso o la responsable asunción de riesgos, como tradicionalmente se ha hecho en algunos países de la comunidad iberoamericana, sobre todo, a través del Derecho concursal.

---

<sup>118</sup> Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *The Uneasey Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE LAW JOURNAL 857 (1996).

Como consecuencia de lo anterior, creemos que esta reforma ecuatoriana podrá incrementar el nivel de emprendimiento, innovación y competitividad de las empresas del país. Y es que, como hemos puesto de manifiesto en diversos trabajos, la mayor o menor “cultura” de emprendimiento e innovación de un país no surge de la nada: es producto, principalmente, del entorno legal e institucional. Por tanto, si, tal y como sería deseable, los poderes públicos pretenden promover el emprendimiento, la innovación y la competitividad de un país, y, de esta manera, asemejarse a lugares como Silicon Valley, el primer paso debe ser el diseño de un sistema legal e institucional que, precisamente, incentive este objetivo. Y para ello, será necesario que, entre otras cuestiones, se cambie el modo tradicional de entender y diseñar el Derecho y las instituciones<sup>119</sup>, que es uno de los motivos por los que, precisamente, fue creado el Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas.<sup>120</sup> Sin este cambio de paradigma, que debe iniciarse desde la academia y los reguladores, difícilmente podrán diseñarse normas e instituciones que, en última instancia, permitan promover el emprendimiento, la innovación, el acceso al crédito y la mejora del bienestar colectivo.

## 10. Régimen contable de las sociedades mercantiles

La contabilidad constituye un poderoso mecanismo para la toma de decisiones. Por un lado, y desde una perspectiva interna, permite que los directivos y accionistas de la compañía puedan tomar decisiones de gestión. Al mismo tiempo, y, desde una perspectiva externa, permite que acreedores, potenciales inversores y otros interesados (v.gr., Hacienda Pública) puedan tomar decisiones estratégicas, de inversión o financiación.

Tradicionalmente, todos los empresarios –persona natural o jurídica– han estado sometidos a un deber de contabilidad, no tanto por la función interna que pueda cumplir la contabilidad, sino por la función de interés público (principalmente de protección de terceros) que se ha dicho que cumple la contabilidad<sup>121</sup>. Por lo general, estos deberes

---

<sup>119</sup> Aurelio Gurrea Martínez, *Implicaciones económicas de la falta de innovación de la academia jurídica española*, EL NOTARIO DEL SIGLO XXI, Nº 72, 2017, pp. 64-71.

<sup>120</sup> Aurelio Gurrea Martínez, *Los orígenes del «law and finance» como disciplina científica (A propósito de la creación del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas)*, Blog del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas, 19 de agosto de 2017 (disponible en <http://www.derechoyfinanzas.org/el-law-and-finance-como-disciplina-cientifica/>).

<sup>121</sup> Aunque este deber no existiera, los empresarios lógicamente seguirían llevando contabilidades, aunque sólo fuera a efectos de organización interna. No obstante, la protección de terceros exige la imposición de deberes contables. En palabras del profesor Joaquín Garrigues, «(...) si la ley hubiese tenido presente sólo el interés del comerciante en la apreciación de su situación económica, no habría dictado las actuales normas de contabilidad. Ha tenido en cuenta el interés de las personas que se relacionan con el comerciante concediéndole crédito, generalmente sin más garantía que la de una administración ordenada y, en caso

contables han incluidos obligaciones formales de elaboración de libros contables (v.gr., libro diario, libro de inventarios y cuentas anuales, etc.), así como el cumplimiento de una serie de normas contables que aseguren que las cuentas anuales de una compañía reflejan la imagen fiel de su patrimonio, su situación financiera y sus resultados. Si esta información financiera fuera desvirtuada, o los empresarios no transmitieran al mercado ningún tipo de información financiera, podría producirse un indeseable problema de selección adversa en el que los terceros no sabrían distinguir entre empresas buenas y malas, y tendrían incentivos para descontar que todas son “malas”, reduciendo la financiación otorgada a todas las empresa o incrementando el precio de esta financiación, con el consecuente perjuicio para el bienestar general.<sup>122</sup> Por tanto, la contabilidad –y la verificación de la misma a través de la auditoría– puede concebirse, desde una perspectiva *ex ante*, como un instrumento para mejorar la transparencia y, con ello, el gobierno corporativo y el acceso a financiación externa de las empresas, además de servir como mecanismo de protección de terceros.

No obstante lo anterior, conviene tener en cuenta que no todas las empresas tienen el mismo grado de exposición a terceros. Por este motivo, creemos que, como primera recomendación en esta materia, las cargas contables de las empresas pequeñas y medianas (que son la mayoría de empresas ecuatorianas) deberían ser menores. En segundo lugar, y para el cumplimiento de las obligaciones contables, los reguladores deberían maximizar el potencial de las nuevas tecnologías, no sólo para que, desde el punto de vista de los empresarios, se reduzcan los costes de llevanza, elaboración, aprobación y presentación de las cuentas anuales, sino también para que se favorezca su control por las autoridades supervisoras y su conocimiento y análisis por terceros. Finalmente, conviene tener en cuenta que, si bien es cierto que la auditoría de cuentas puede favorecer el acceso a la financiación de las empresas y la protección de terceros, también supone un coste, no sólo por la retribución del auditor sino también por el tiempo que el personal de la empresa dedica a facilitar información al auditor y trabajar con el equipo de auditoría. Por tanto, la cuestión estriba en si la protección de terceros y el mayor acceso a financiación justifica un deber de auditar las cuentas anuales. A nuestro modo de ver, la respuesta depende del tipo de empresa y actividad. Lógicamente, si una empresa es unipersonal y se financia únicamente con las aportaciones del socio único, los beneficios de la auditoría en términos de protección de terceros serán menores.

---

*necesario (litigio, quiebra), visible para todos a través de una contabilidad cuidadosa». Véase Joaquín Garrigues, CURSO DE DERECHO MERCANTIL (Madrid, 1976), pp. 638.*

<sup>122</sup> Se produciría por tanto el conocido problema de los “limones” enunciado por Akerlof, que no es más que una materialización de un problema selección adversa. En este sentido, véase George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 488 (1970).

Además, tampoco necesitará la auditoría si no quiere acceder a financiación externa. En estos casos, los costes de imponer un deber de verificación de las cuentas anuales probablemente resulten superiores a sus beneficios. Por tanto, los beneficios de la auditoría se incrementan cuanto mayor sea la exposición de una empresa a terceros. A modo de ejemplo, si la sociedad unipersonal anterior quisiera emitir bonos o acudir a financiación bancaria, la auditoría podría resultar deseable para la protección de terceros e incluso, desde la propia perspectiva de la empresa, como medida para tener mejor acceso a financiación externa. Sin embargo, aunque en estos casos la auditoría pudiera ser positiva para la empresa y terceros, no creemos que el *deber* de auditar resulte siempre deseable. En concreto, creemos que, en estas circunstancias, el propio mercado previsiblemente cree los incentivos apropiados para que los deudores sometan obligatoriamente sus cuentas anuales a auditoría. De lo contrario, si esta obligación resultara deseable para los terceros y no fuera asumida por la empresa, quizás pierdan la oportunidad de acceder a financiación externa o, en su caso, tengan que pagar un coste mayor por la misma.

Por tanto, creemos que la implementación de un deber de auditoría debería limitarse a aquellos casos en los que exista una alta exposición a terceros o unos fallos de mercado que justifiquen los costes que supone la auditoría. En la práctica, estas circunstancias pueden darse en entidades financieras, de seguros y otras entidades especiales, así como en sociedades cotizadas o incluso grandes sociedades no cotizadas que emitan obligaciones o tengan un importe significativo de trabajadores, activos o cifra de negocios. No obstante, incluso en estos últimos casos (sociedades cotizadas y grandes sociedades no cotizadas) podría resultar discutible la deseabilidad del *deber* de auditar las cuentas anuales, en la medida en que el propio mercado podría incentivar que las empresas quieran contratar los servicios de auditoría al objeto de lograr una mayor transparencia y ofrecer un mayor grado de confianza y seguridad a terceros.<sup>123</sup>

## 11. El *enforcement* del Derecho de sociedades

Para que el Derecho de sociedades pueda proteger de manera efectiva a los inversores, minimizar problemas de oportunismo y reducir el coste del capital de las empresas, se necesita que, junto al apropiado diseño de las normas jurídicas, exista un adecuado *enforcement* de las normas societarias. De lo contrario, la ley en los libros (*law on the*

---

<sup>123</sup> La auditoría puede ser impuesta por terceros (e.g. bancos) como requisito previo para evaluar una posible inyección de financiación, o incluso puede ser exigida por el mercado. Piénsese, por ejemplo, en una sociedad cotizada. A nuestro modo de ver, una empresa difícilmente salga a bolsa sin auditar sus estados financieros aunque no exista obligación legal. De lo contrario, los inversores difícilmente tengan incentivos para adquirir acciones o, en su caso, exijan unos retornos que eleven notablemente el coste del capital de la empresa.



*books*) no se trasladará a una efectiva ley en la práctica (*law in action*) y, por tanto, los intentos del legislador para mejorar la normativa societaria resultarán en vano.

En América Latina han existido tradicionalmente graves problemas de *enforcement*,<sup>124</sup> que creemos que son evidenciables también en Ecuador, como consecuencia de un sistema judicial ineficiente y con jueces poco cualificados, y, en el ámbito de las sociedades cotizadas, con un supervisor que igualmente carece de los medios y habilidades para asegurar un adecuado *enforcement* de las normas societarias y del mercado de valores. A estos problemas institucionales se añade, además, el hecho de que no existen mecanismos suficientes de mercado para incentivar (o auto-incentivar) el cumplimiento de las normas, como por ejemplo ocurre en países como Reino Unido o Estados Unidos, donde el mercado actúa como un poderoso elemento disuasorio que favorece el cumplimiento.<sup>125</sup>

Por este motivo, y tal como se ha comentado en apartados precedentes, creemos que, al menos, en tanto no se produzca una reforma de calado del sistema judicial, se deberían promover sistemas alternativos de resolución de controversias en materia societaria, así como mecanismos de protección interna o auto-protección. Estos mecanismos de “auto-protección” (o *self-enforcement*), en la línea que se ha anticipado, podrían incluir la exigencia de una mayoría de consejeros independientes (especialmente en sociedades cotizadas) y de una mayoría de la minoría de accionistas (especialmente en sociedades no cotizadas) en el caso de transacciones en las que los administradores o socios de control puedan encontrarse en algún tipo de conflicto de interés.

En cuanto a los mecanismos alternativos de resolución de controversias, creemos que podría crearse un tribunal especializado materia societaria. No obstante, y como se avanzaba en apartados anteriores, el éxito de esta medida dependerá de dos factores esenciales: (i) los elevados estándares técnicos y éticos de los miembros del tribunal; y (ii) la capacidad de reducir los costes de acceso a este procedimiento.

---

<sup>124</sup> José Miguel Mendoza, *Transitional strategies for institutional reform in Latin America*, Universidad de Oxford (2013); Mierta Capaul, *Corporate Governance in Latin America*, WHITHER LATIN AMERICAN CAPITAL MARKETS? WORLD BANK GROUP, LAC REGIONAL STUDY BACKGROUND PAPER (2003) (<http://web.worldbank.org/archive/website00894A/WEB/PDF/CORPOR-2.PDF>).

<sup>125</sup> A modo de ejemplo, la existencia de un mercado para el control corporativo incentiva un mayor nivel de cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores. Asimismo, un mercado de capitales eficiente que refleje en todo momento la información pública disponible sobre una determinada compañía incentiva mayores niveles de cumplimiento y protección de los accionistas. De la misma manera, la existencia de un mayor mercado de abogados litigadores, unidas a un sistema judicial más eficiente y distintas reglas procesales, incentivan que el riesgo que tienen los administradores sociales de ser demandados sea mayor. En consecuencia, desde una perspectiva *ex ante*, tendrán mayor incentivos para realizar sus labores de gestión y administración de la manera más leal, eficiente y eficaz posible.



En efecto, creemos que, como primera medida para el éxito de esta estrategia, deberían exigirse unos elevados estándares técnicos y éticos a los profesionales que formen parte de este tribunal. En concreto, junto a un análisis riguroso de la independencia, imparcialidad y ética profesional de los árbitros, creemos que las personas que sirvan como mediadores o árbitros en este tribunal arbitral deberían ser verdaderos expertos en Derecho de sociedades. A tales efectos, un «experto» no sólo debería consistir en un amplio conocedor de las leyes societarias locales, sino también de los avances legislativos, jurisprudenciales y doctrinales a nivel internacional.<sup>126</sup> En el fondo, los problemas que se presentan en las compañías ecuatorianas no son tan distintos de los que, con carácter general, se presentan, por ejemplo, en empresas de India, Malasia, Kenia, España, Italia, o Brasil, o incluso –en el ámbito de las sociedades cerradas– en Estados Unidos y Reino Unido. Por tanto, el conocimiento de diferentes soluciones regulatorias propuestas por la literatura internacional o por otros países de nuestro entorno, o la simple forma distinta de afrontar problemas similares, ampliará el universo de ideas con el que el experto podrá resolver disputas locales, sin perjuicio de que, por supuesto, deba tener en cuenta las particularidades jurídicas, económicas e institucionales locales (que, como se ha comentado a lo largo de este trabajo, son particularmente relevantes para el entendimiento, diseño y evaluación de una normativa societaria), así como fundar su resolución con base en la legislación aplicable a la disputa societaria. Además, en la medida en que el Derecho de sociedades está íntimamente ligado, o tiene consecuencias inevitables, con otras disciplinas como la economía, la contabilidad y las finanzas corporativas, creemos que, junto al conocimiento del debate y la literatura internacional en materia societaria, el experto propuesto para formar parte del tribunal arbitral debería acreditar conocimientos en estas últimas materias.

En segundo lugar, para hacer viable a los accionistas y compañías de Ecuador el acceso a este tribunal arbitral especializado, deben preverse medidas para abaratar el acceso a este proceso. A tal efecto, se recomienda, por un lado, que se potencie el uso de las nuevas tecnologías para el acceso e incluso la resolución de determinados procesos. En concreto, creemos que, de manera similar a lo que está empezando a observarse en determinados países, se potencie el uso de inteligencia artificial para la resolución de

---

<sup>126</sup> Sobre el problema de los “expertos”, y de cómo, en ocasiones, la inadecuada delimitación de este concepto puede perjudicar el diseño y aplicación de las leyes, así como el desarrollo de la ciencia jurídica, puede verse Aurelio Gurrea Martínez, *La sociedad por acciones simplificada como paradigma de innovación jurídica: Una reflexión sobre la función social de los investigadores de Derecho a partir de la experiencia de la SAS en Colombia*, en Francisco Reyes (dir.), *LA SAS Y SU INFLUENCIA EN AMÉRICA LATINA*, Legis, 2018 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3097775](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3097775)).

casos de mayor sencillez. Por otro lado, creemos que las compañías ecuatorianas y sus accionistas deberían gozar de una tasa reducida para acceder a este tribunal arbitral, mientras que posibles compañías extranjeras interesadas en usar esta institución –ya que el prestigio y cualificación de sus árbitros podría atraer a posibles compañías– tendrán acceso al mismo a una tasa ordinaria. Por tanto, de las tasas recaudadas de las empresas extranjeras, y de un subsidio complementario que, como contraprestación a los menores recursos necesitados para los tribunales de justicia conocedores de materia societaria, pudiera realizar el Estado en los primeros años de esta iniciativa, los accionistas de compañías ecuatorianas se podrán beneficiar del acceso a una justicia societaria sofisticada y eficiente, aunque a un menor coste de lo que supondría un arbitraje ordinario. Además, el hecho de que el tribunal especializado societario contara con verdaderos expertos en Derecho de sociedades que, en algunos casos, incluso podrían ser internacionales, podría posicionar a Ecuador como centro internacional de disputas societarias, además de incentivar que posibles empresas extranjeras –para beneficiarse del acceso a este tribunal a menor coste– se domicilien en Ecuador. En consecuencia, creemos que esta iniciativa no sólo podría otorgar una mayor tutela a los inversores ecuatorianos, sino que también podría favorecer la atracción de consumo e inversión en el país, además de promover la creación y financiación de empresas.

En todo caso, queremos resaltar que, a nuestro modo de ver, el sistema idóneo de resolución de controversias sería un sistema judicial creíble, independiente, eficiente y sofisticado. No obstante, en tanto no exista un sistema judicial con estas características en Ecuador, la opción de explorar mecanismos alternativos de resolución de controversias que cumplan los requisitos enunciados, junto al mayor protagonismo de los sistemas de aprobación *ex ante*, podrían otorgar un mayor grado de tutela a los accionistas ecuatorianos.

## **12. Reformas complementarias para el impulso del crecimiento y competitividad de la economía ecuatoriana**

Aunque una mejora y modernización del Derecho de sociedades pueda generar diversos beneficios para la economía ecuatoriana, creemos que el Gobierno debería emprender una reforma integral del entorno regulatorio de las empresas, al objeto de impulsar el emprendimiento, la innovación, el acceso a financiación y el crecimiento económico del país. En concreto, creemos que, cuando menos, se debería emprender: (i) una reforma de calado de la *normativa de insolvencia* que, desde una perspectiva *ex ante*, facilite el emprendimiento, la innovación, el acceso al crédito, y la apertura tempestiva de los procedimientos de insolvencia, y, desde una perspectiva *ex post*,

facilite la rápida reorganización de empresas viables y la rápida liquidación de empresas inviables, con la consecuencia mejora para los acreedores, los empleados y la asignación de recursos en la economía<sup>127</sup>; (ii) una reforma de la *normativa de garantías mobiliarias* que no sólo facilite el acceso al crédito de las empresas sino también el emprendimiento y la innovación<sup>128</sup>; (iii) una reforma de las normas reguladoras de la contabilidad y auditoría de empresas<sup>129</sup>; y (iv) una reforma de la normativa financiera y del mercado de valores que fomente la atracción de inversores institucionales, la salida a bolsa de empresas, la protección de inversores, y la eficiencia e integridad del mercado.<sup>130</sup>

---

<sup>127</sup> Analizando el impacto del Derecho concursal en el emprendimiento, la innovación, el acceso al crédito y la mejora del bienestar colectivo, véase Philippe Aghion, Oliver Hart y John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 523 (1992); Raghuram G. Rajan y Luigi Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, 50 THE JOURNAL OF FINANCE 1421 (1995); Oliver Hart, *Different approaches to bankruptcy*, NBER WORKING PAPER NÚM. 7921 (2000); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 53 THE JOURNAL OF FINANCE 1131 (1997); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (1998); Jeremy Berkowitz y Michelle J. White, *Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit*, 35 THE RAND JOURNAL OF ECONOMICS 69 (2004); Kenneth Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, 23 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 161 (2007); John Armour y Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 303 (2008); Sergei A. Davydenko y Julian R. Franks, *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Default in France, Germany and the UK*, 63 The Journal of Finance 565 (2008); Viral V. Acharya y Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 4949 (2009); Viral V. Acharya, Rangarajan K. Sundaram y Kose John, *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 25 (2011); John Armour, Antonia Menezes, Mahesh Uttamchandani y Kristin van Zwieten, *How do Creditor Rights Matter for Debt Finance? A Review of Empirical Evidence*, en Frederique Dahan (dir.), RESEARCH HANDBOOK ON SECURED FINANCING OF COMMERCIAL TRANSACTIONS (Edward Elgar, 2015), pp. 3-25. En la literatura iberoamericana, véase Aurelio Gurrea Martínez, EL DERECHO CONCURSAL EN ESPAÑA: PROBLEMAS ESTRUCTURALES Y PROPUESTAS DE REFORMA (Reus, 2018), donde el autor realiza una crítica al modo tradicional de entender y diseñar el Derecho concursal en España y, partiendo del razonamiento económico y de la experiencia de otros países de nuestro entorno, realiza una serie de propuestas de reforma para mejorar la eficiencia y atractivo de los procedimientos concursales.

<sup>128</sup> Véase Aurelio Gurrea Martínez, José María Miquel y Teresa Rodríguez de las Heras, *La Modernización del Derecho de garantías mobiliarias en España*, BLOG DE FIDE, 16 de mayo de 2017, (disponible en [https://www.fidefundacion.es/La-modernizacion-del-Derecho-de-garantias-mobiliarias-en-Espana\\_a544.html](https://www.fidefundacion.es/La-modernizacion-del-Derecho-de-garantias-mobiliarias-en-Espana_a544.html)).

<sup>129</sup> Esta normativa debería ir en consonancia con las normas internacionales de contabilidad y auditoría, contribuyendo en particular a la independencia de los auditores y a la calidad del trabajo realizado por los auditores de cuentas. Sobre la independencia, la calidad, la necesidad y la confianza del trabajo de los auditores, puede verse Cándido Paz-Ares, LA LEY, EL MERCADO Y LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR (Cívitas, 1996); Benito Arruñada, LA CALIDAD DE LA AUDITORÍA: INCENTIVOS PRIVADOS Y regulación (Marcial Pons, 1997); Walter Doralt, Andreas Martin Fleckner, Klaus J. Hopt, Christoph Kumpan, Felix Steffek, Reinhard Zimmermann, Alexander Hellgardt y Susanne Augenhof, *Auditor Independence at the Crossroads – Regulation and Incentives*, 13 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 89 (2012); John C. Coffee, *Why Why Do Auditors Fail? What Might Work? What Won't?* EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER NO. 436/2019 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3314338](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3314338)).

<sup>130</sup> Entre otras normas, parecería necesario promover el adecuado diseño y *enforcement* de normas que eviten el uso de información privilegiada en el mercado de valores, normas que fomenten la constitución, el desarrollo y el buen gobierno de las instituciones de inversión de inversión colectiva, normas que promuevan la independencia, sofisticación y credibilidad del supervisor, y una revisión general de la normativa del mercado de valores para lograr un adecuado equilibrio entre normas que favorezcan la transparencia y liquidez del mercado, así como la protección de inversores y facilitación del acceso a la financiación de empresas, sin que ello suponga una excesiva (o incluso innecesaria) carga regulatoria para las empresas. Y una vez se implementaran estas reformas, unidas a las que se han propuesto en este trabajo en materia

### 13. Conclusiones

A través de las aportaciones que, durante los últimos años, se ha realizado en la literatura internacional en materia societaria, aunque teniendo en cuenta las particularidades jurídicas, económicas e institucionales ecuatorianas, el presente trabajo ha pretendido ofrecer unas *líneas generales* sobre el modo en que podría mejorarse la normativa societaria de Ecuador y de otros países con similares características. En todo caso, y sin perjuicio de las recomendaciones concretas que se realizan en este trabajo, creemos relevante destacar varios mensajes principales. En primer lugar, el Derecho de sociedades puede cumplir un papel esencial en el crecimiento económico de un país, en la medida en que puede afectar a variables como el emprendimiento, la innovación, la competitividad o el acceso a la financiación de las empresas. Por tanto, el diseño de una normativa societaria adecuada y eficiente debería ser un objetivo prioritario para países emergentes como Ecuador. En segundo lugar, el modo en que se diseñan (*law on the books*) y aplican (*law in action*) las normas jurídicas –y el Derecho de sociedades no es una excepción– puede influenciar de manera significativamente el comportamiento de los operadores. Por tanto, si, en el ámbito concreto que nos concierne, la normativa y las instituciones societarias no resultan capaces de reducir los costes de apertura y funcionamiento de sociedades, o no logran generar confianza a través de minimizar las posibles situaciones de oportunismo que pueden surgir en las

---

societaria y de buen gobierno corporativo de las empresas (incluyendo particularmente las relativas a la protección de accionistas minoritarios, comités del consejo de administración y consejeros independientes), podría pensarse en mecanismos adicionales para atraer la salida a bolsa de empresa, como podría ser la posible implementación de acciones con voto múltiple (para que los socios de control de las compañías ecuatorianas se puedan ver incentivados a sacar a bolsa a una compañía sin miedo a perder el control). Sobre los beneficios, riesgos y deseabilidad de permitir la salida a bolsa de empresas en la que los accionistas mantienen acciones con voto múltiple o *dual-class shares*, puede verse Aurelio Gurrea Martínez, *Should securities regulators allow companies going public with dual-class shares?* OXFORD BUSINESS LAW BLOG, 16 January 2018 (disponible en <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/should-securities-regulators-allow-companies-going-public-dual-class>); Robert J. Jackson, *Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty*, SEC Public Speech, 15 February 2018 (disponible en <https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty>); CFA Institute, *Dual-class shares: The Good, the Bad, and the Ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific* (2018) (disponible en <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>); Lucian Bebchuk y Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 VIRGINIA LAW REVIEW 685 (2017) (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2954630](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630)). Para el diseño general de la normativa del mercado de valores, recomendamos la lectura de John Armour et al, *PRINCIPLES OF FINANCIAL REGULATION* (Oxford University Press, 2016). En esta obra, los autores realizan un extraordinario análisis sobre las funciones del sistema financiero, y de cómo la regulación financiera – debidamente diseñada– puede contribuir a la consecución de estos objetivos, que creemos que puede resultar relevante para la construcción de un moderno sistema financiero en Ecuador. En todo caso, conviene tener en cuenta que, aunque esta obra siga una metodología de análisis eminentemente económica y funcional y, por tanto, se centre en los fundamentos, problemas e implicaciones económicas, los principales sistemas jurídicos y financieros sobre los que se basa la obra son Estados Unidos, Reino Unido y Europa continental. Por tanto, el lector debe trasladar esos problemas, fundamentos y soluciones a la realidad jurídica, económica e institucional ecuatoriana.

sociedades, podrá reducirse el emprendimiento, la competitividad y la financiación de empresas.

Por tanto, el desafío de los legisladores societarios se encuentra en diseñar aquellas normas que promuevan el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo sin que la consecución de este objetivo perjudique la protección de terceros (que sería un escenario que, como se ha comentado, no sólo sería reprochable desde un punto de vista jurídico sino también económico). Para alcanzar esta tarea, creemos que el análisis económico de las instituciones jurídicas, así como el conocimiento y análisis de las soluciones propuestas o implementadas por autores o reguladores de otros países podría incrementar el universo de ideas con el que mejorar una legislación societaria. En todo caso, resulta necesario que estas ideas siempre se aterricen sobre las particularidades jurídicas, económicas e institucionales locales, ya que, aunque puedan existir –como normalmente existen– elementos comunes entre países, siempre existirán factores que puedan justificar una solución regulatoria distinta. En todo caso, creemos que el conocimiento de nuevas ideas sugeridas o discutidas a nivel internacional, o incluso de nuevas metodologías de análisis del derecho, resultará un factor esencial para la mejora de las leyes e instituciones y, con ello, del bienestar general de un país.

## 14. Resumen ejecutivo de la propuesta de reforma

### 1. Tipos societarios

- Se recomienda incorporar la **sociedad por acciones simplificada (SAS)** implementada en Colombia y, de manera más reciente, en otros países de la comunidad latinoamericana, como vehículo societario disponible para las sociedades cerradas. Este tipo societario, avalado por la Organización de

Estados Americanos a través de la promulgación de una Ley Modelo de SAS, se caracteriza, entre otros aspectos, por lo siguiente:

- Fomentar el **carácter flexible y dispositivo de las normas societarias**.
  - Permitir la creación de **sociedades unipersonales**.
  - Reducir **instituciones y formalidades** que puedan no resultar eficaces y eficientes para la protección de terceros, como pudiera ser la existencia de un capital social mínimo y la intervención notarial en el proceso de constitución de sociedades.
  - Dividir el capital social en **acciones**, en lugar de participaciones sociales u otro tipo de partes alícuotas que generen mayores controversias de naturaleza jurídica.
- Se recomienda crear un estatuto jurídico propio para la **sociedad anónima cotizada**, sobre todo, en lo relativo a los derechos de los socios, deberes y responsabilidad de administradores, y composición, funcionamiento y retribución del consejo de administración.
  - Se recomienda continuar fomentando el **uso de las nuevas tecnologías** para la constitución y funcionamiento de sociedades.

## 2. Derechos de los socios

- Se recomienda reforzar la posición de los **accionistas minoritarios** a través de diversos mecanismos, incluyendo:
  - La posibilidad de iniciar **acciones derivadas** frente a los administradores.
  - El otorgamiento de mayor protagonismo a los accionistas minoritarios en la elección de **consejeros independientes**.

- Un sistema de aprobación de acuerdos de una **mayoría de la minoría** de accionistas en determinados supuestos en los que el socio de control pueda tener algún tipo de conflicto de interés.
- Un sistema de aprobación de acuerdos por una **mayoría de consejeros independientes** para sociedades cotizadas en determinados supuestos en los que pueda existir un conflicto de interés del socio de control o de algunos de los miembros del consejo de administración (particularmente los consejeros ejecutivos).
- Se recomienda reforzar la posición de la **asamblea general de accionistas** en determinados supuestos, incluyendo:
  - Las decisiones en las que se plantee la enajenación de activos esenciales de la compañía.
  - Cualquier otra decisión relevante o aquellas en las que los administradores puedan verse sometidos a un conflicto de interés.

### 3. Funcionamiento, composición y retribución del órgano de administración

- Se recomienda mantener la libertad de elección del **tipo de órgano de administración** en sociedades no cotizadas, permitiéndose, por tanto, que una compañía cerrada pueda ser administrada por una única persona (administrador único), varias personas de manera solidaria o mancomunada, o un consejo de administración.
- Se recomienda que el **nombramiento del comisario en las sociedades anónimas** sólo tenga lugar con carácter obligatorio para las sociedades cotizadas. Asimismo, se recomienda que el nombramiento de este comisario sea realizado por una mayoría cualificada de accionistas o, en su caso, por una mayoría de la asamblea general, seguida de una mayoría de la minoría de accionistas.
- Se recomienda imponer expresamente la necesidad de formar un órgano de administración colegiado en forma de **consejo de administración** para las sociedades cotizadas.

- Se recomienda que, junto al modelo de administración vigente para las sociedades anónimas caracterizado por el nombramiento de un comisario, también se permita la posibilidad de que las sociedades cotizadas opten por un **sistema de administración monista** (esto es, integrado exclusivamente por un consejo de administración, sin perjuicio de que, en estos casos, se exijan consejeros independientes y comités especializados dentro del Consejo) o por un **sistema de administración dual** caracterizado por la existencia de un comité ejecutivo y un comité de vigilancia o supervisión.
- Se recomienda fomentar la **diversidad en el consejo de administración**, tanto a nivel de género, como de cualificaciones, perfiles y experiencias.
- Se recomienda que el consejo de administración de las sociedades cotizadas sea compuesto por **varios tipos de consejeros**, incluyendo independientes, dominicales y ejecutivos.
- Se recomienda incrementar la independencia de los **consejeros independientes** (especialmente, en órganos de administración monista), otorgando mayor poder a los accionistas minoritarios en el proceso de nombramiento y destitución de consejeros independientes.
- Se recomienda someter la **retribución de los administradores** a la aprobación de la asamblea general de accionistas o, si los administradores fueran accionistas mayoritarios, a una mayoría cualificada que no sólo englobara al socio de control sino también a una minoría de la minoría.
- Se recomienda crear que las sociedades anónimas cotizadas cuenten con un **comité de nombramiento, auditoría y retribuciones** que esté compuesto principalmente por consejeros independientes.

#### 4. Deberes y responsabilidad de los administradores

- Se recomienda implementar la **regla del juicio empresarial** (*business judgment rule*) como norma imperativa.



- Se recomienda reforzar el **deber de lealtad** y definir de manera suficientemente amplia los conflictos de interés y las personas relacionadas.
- Se recomienda que las **transacciones con partes** relacionadas no se prohíban pero que se sometan a mayores estándares de transparencia, aprobación y revisión judicial.
- Se recomienda incorporar la existencia **acciones derivadas** para el ejercicio subsidiario de la acción social de responsabilidad por parte de los accionistas minoritarios.
- Se recomienda incorporar el concepto de **administrador de hecho** en la legislación societaria ecuatoriana y permitir la posibilidad de que éstos se encuentren sujetos al mismo régimen de responsabilidad que los administradores de derecho. A tal efecto, se recomienda que la definición de administrador de hecho no suponga una prueba diabólica sino que baste con demostrar el grado de control de estos sujetos sobre los administradores de derecho, y no su intromisión en los asuntos diarios de la compañía.

## 5. Disolución y liquidación de sociedades

- Se recomienda continuar en la línea iniciada mediante el **proyecto de reforma de 2017** centrada entre otros aspectos, en agilizar el proceso de disolución de sociedades, eximir de la causa legal de disolución por pérdidas a las empresas de nueva creación, y no imponer un régimen especial de responsabilidad a los administradores por falta de promoción de la disolución, el concurso o la reestructuración del patrimonio neto y el capital social. Y en el caso de que, siguiendo el modelo vigente en determinados ordenamientos europeos, se imponga un régimen de responsabilidad por deudas por la falta de promoción de la disolución, los administradores sólo sean responsables frente a los acreedores involuntarios.

## 6. Fusiones y adquisiciones de empresas

- Se recomienda facilitar las **fusiones, escisiones y otras modificaciones estructurales** sin más límites que la protección terceros en términos de eficiencia, eficacia y proporcionalidad.

- Se recomienda diseñar una **normativa de OPAS** que facilite un mercado para el control corporativo. A tal efecto, se recomienda:
  - Que existencia de un **deber de pasividad** de los administradores sociales en supuestos de OPAS hostiles.
  - Que se prohíban, con carácter general, las **medidas anti-OPA**, salvo que una mayoría cualificada de accionistas, o una mayoría de la minoría, permita este tipo de medidas.
  - Que la existencia o no de la **OPA obligatoria** sea decidida por la propia compañía en sus estatutos sociales. Si la compañía fuera cerrada en el momento de implementarse esta reforma, la decisión deberá ser adoptada por la mayoría exigida para la modificación de estatutos. Por el contrario, si la compañía fuera cotizada al momento de implementar esta reforma y, por tanto, tuviera en vigor el régimen de la OPA obligatoria, la retirada de esta medida debería ser permitida por una mayoría de los accionistas a los que pretende favorecer la OPA obligatoria (esto es, los accionistas minoritarios).

## 7. Grupos de sociedades

- Se recomienda no regular los grupos de sociedades sino simplemente definir el **concepto de grupo de sociedades**, establecer **obligaciones de información y elaboración de estados financieros consolidados** para determinados grupos, y permitir la **tramitación conjunta de posibles procedimientos de insolvencia** en el mercado del grupo, sin que ello suponga –salvo supuestos excepcionales– la consolidación de los activos y pasivos de las sociedades del grupo o la responsabilidad de la sociedad dominante por las deudas de la filial. Asimismo, se recomienda legitimar el concepto de **interés del grupo** siempre y cuando se implementen mecanismos de aprobación *ex ante* para proteger los intereses de los socios minoritarios externos o, en su caso, se implemente el tribunal arbitral especializado en asuntos societarios que se propone en esta reforma. El resto de conflictos intragrupo pueden ser solventados con arreglo a las normas generales de Derecho de sociedades.

## 8. Contabilidad de las sociedades mercantiles

- Se recomienda resaltar la **importancia de la información financiera de las empresas** mediante un adecuado régimen de contabilidad y auditoría de cuentas. Asimismo, se recomienda incrementar la importancia de la **información no financiera**, especialmente en el ámbito de las sociedades cotizadas.
- Se recomienda reducir las **cargas contables** para pequeñas y medianas empresas.
- Se recomienda fomentar el **uso de las nuevas tecnologías** para los sistemas de registro y presentación de información contable.
- Se recomienda limitar la obligación de **auditar cuentas anuales** a sociedades cotizadas, entidades financieras y otras sociedades vigiladas, así como, en su caso, sociedades cerradas de cierta envergadura o características.

## 9. *Enforcement* del Derecho de sociedades

- Se recomienda reformar el **sistema judicial** para garantizar una justicia especializada, eficiente e independiente en materia societaria. De manera subsidiaria, se recomienda favorecer la resolución de conflictos societarios mediante **métodos alternativos de resolución de controversias**, e incluso explorar la creación de un **tribunal arbitral especializado en asuntos societarios** siempre y cuando se garanticen dos aspectos esenciales en los que creemos que reside la deseabilidad de este modelo: (i) el elevado nivel técnico y ético de sus miembros; y (ii) la reducción de costes de acceso al sistema, especialmente para las empresas ecuatorianas. La posibilidad de crear este tribunal arbitral especializado en asuntos societarios también podría servir para posicionar a Ecuador como **centro internacional de disputas societarias** en español, sobre todo, si se garantiza que los árbitros que formen parte este tribunal cuentan con un avalado reconocimiento y prestigio a nivel internacional.

- Se recomienda que las **condenas asociadas al deber de lealtad** no sólo supongan una reparación del perjuicio sino también la imposición de una sanción adicional que permita servir como mecanismo disuasorio de este tipo de transacciones.
- Como complemento de los sistemas *ex post* de resolución de controversias mencionados anteriormente, se recomienda utilizar **sistemas de aprobación ex ante** como mecanismo de protección de los socios minoritarios, al objeto de limitar el uso de los tribunales y otras instituciones no judiciales a supuestos más relevantes o aquellos en los que puedan existir un mayor conflicto de interés por parte de los administradores o socios de control.

## **10. Normas colaterales**

- Se recomienda revisar la **normativa concursal**.
- Se recomienda revisar la normativa de **garantías mobiliarias**.
- Se recomienda revisar la normativa de **contabilidad y auditoría** de cuentas.
- Se recomienda revisar la **normativa financiera y del mercado de valores**.