

Deberes fiduciarios personalizados como medio para facilitar inversiones sofisticadas en Latinoamérica

Fiduciary Tailoring as a Framework to Facilitate Sophisticated Investments in Latin America

RODRIGO QUINTERO BENCOMO*

Recibido / Received: 27/05/2024

Aceptado / Accepted: 25/08/2024

DOI: <https://doi.org/10.18272/ulr.v11i2.3333>

Citación:

Quintero Bencomo R. “Deberes fiduciarios personalizados como medio para facilitar inversiones sofisticadas en Latinoamérica”. USFQ Law Review vol. 11, no. 2, noviembre de 2024, <https://doi.org/10.18272/ulr.v11i2.3333>

* Junior Fellow, Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas. Correo electrónico: rodrigoquinteroben@gmail.com.
ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-3675-4261>

RESUMEN

El *fiduciary tailoring* consiste en la personalización de deberes y obligaciones fiduciarias de los oficiales de gobierno corporativo a través de contratos entre accionistas existentes, inversionistas y la compañía, usualmente siguiendo intereses comunes de inversionistas sofisticados y la compañía. Esta tendencia es ampliamente aceptada y discutida en Delaware, donde se creó un marco funcional para su utilización. Para América Latina, sin embargo, el tema continúa siendo un campo con escasos estudios. El presente artículo demuestra que, en realidad, los derechos societarios de América Latina admiten el *fiduciary tailoring*. También se explica su utilidad para inversionistas sofisticados con particular énfasis en su aplicación ante estructuras sofisticadas de capital, activismo accionarial, salida (*exit*) o venta de la compañía e insolvencia y dificultad financiera. Se concluye que la mayoría de las legislaciones de América Latina, como la de Delaware, derivarían beneficios importantes de adoptarse un esquema de validez y eficacia de pactos parasociales que permita la introducción de mecanismos de *fiduciary tailoring* y su uso por parte de inversionistas sofisticados.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo; *fiduciary tailoring*; América Latina; inversionistas sofisticados pactos parasociales

ABSTRACT

Fiduciary tailoring involves the modification of director's fiduciary duties through contracts between existing shareholders, investors, and the corporation itself, usually finding a balance between investor's interests and those of the corporation. This trend is widely accepted and debated in Delaware, where a functional framework for its use was created. For Latin America, however, this matter has had little research. This paper proves that, in fact, corporate law in several Latin American jurisdictions admits fiduciary tailoring and make a case for its use by sophisticated investors with particular emphasis on its application before sophisticated capital structures, shareholder activism, exits, and insolvency and financial difficulty. It is concluded that most Latin American jurisdictions, like Delaware, would receive important benefits if a framework of validity and enforcement of shareholder's agreement that allows the introduction and use of various forms of fiduciary tailoring by sophisticated investors be implemented.

KEYWORDS

Arbitration; arbitral award; execution; recognition; public policy; arbitrability; New York convention

1. INTRODUCCIÓN

En una economía caracterizada por la abundancia de empresas prometedoras con productos y servicios innovadores que requieren debido financiamiento para la explotación real y completa de su potencial, en contraste con un creciente pero muy limitado mercado de firmas y fondos de inversión, *venture capital*, *hedge funds* y similares en América Latina¹, la interacción entre el derecho de los contratos y el derecho de sociedades merece una revisita para remediar con soluciones actuales los nuevos problemas de agencia que indefectiblemente surgirán entre el patrimonio y la administración de compañías financiadas.

Se ha observado que, en Latinoamérica, así como en otras latitudes, los inversionistas sofisticados tienden a abstenerse de tomar el control de la empresa, como negocio en marcha, en sustitución de los fundadores una vez culminada la ronda de financiamiento. Por cuanto la idea primigenia de negocios germinó en la mente de los fundadores y resultaría adverso, desde una posición negocial, relevar a quienes detentan un conocimiento y dominio claro de las operaciones, los recursos y el futuro financiero del proyecto². En cambio, inversionistas sofisticados como capital de riesgo, *hedge funds*, fondos de inversiones, inversionistas institucionales, fondos soberanos de inversiones y otros optan por asegurar *ex ante* garantías de gobierno corporativo, modelando los deberes fiduciarios a través de contratos de duración cierta o permanente y con múltiples partes, que distribuyen las facultades decisorias e incluso las condicionan con base en circunstancias de relevancia para los contratantes como parte del diseño acordado³. La personalización contractual de los deberes fiduciarios, en cuanto marco facilitador de inversiones, ha sido denominada *fiduciary tailoring* como postulado funcional y tópico que ocupa la presente investigación⁴. El *fiduciary tailoring* encuentra su base en el gobierno corporativo contractual o *contractarian governance*, a su vez basado en la autonomía de la voluntad de las partes contratantes como base fundamental de cualquier estructura de gobernanza empresarial. Esta personalización no es novedad en

1 Ver OECD/CAF, *América Latina y el Caribe 2019: Políticas para PYMEs competitivas en la Alianza del Pacífico y países participantes de América del Sur* (París: OECD Publishing, 2019), 25. <https://doi.org/10.1787/60745031-es>. En este estudio las entidades autoras observaron que “la gran mayoría (99,5 %) de las empresas de la región son PYMEs, y casi 9 de cada 10 compañías son clasificadas como microempresas”. También se concluyó que existen desafíos regulatorios latentes para el acceso al financiamiento de este tipo de compañías.

2 Paolo Giudici y Peter Agstner, “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)”, *ECGI Working Paper Series in Law*, n.º 471 (agosto de 2019): 10, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3433366>. No sin olvidar, como indican los autores, que fundadores e inversionistas asumen riesgos iguales en una transacción financiera que comporte el financiamiento del capital empresarial.

3 Alvaro Pereira, “The Law of Contingent Control in Venture Capital”, *Columbia Business Law Review* 2023, n.º 2 (mayo de 2023): 3-4, https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID4476737_code2524050.pdf?abstractid=4444192&mirid=1.

4 Timothy L. Fort y Cindy A. Chipani, “Corporate Governance in a Global Environment: The Search for the Best of All Worlds”, *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 33, n.º 2 (octubre de 2000): 11, <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1737&context=vjtl>.

Estados Unidos⁵, particularmente en Delaware donde esta proposición encuentra su origen⁶, pero sí lo es en el continente latinoamericano.

Los distintos modelos contractuales de personalización fiduciaria provenientes de Delaware prueban reducir los riesgos y costos de transacción que firmas de inversión o inversionistas individuales asumen al invertir en proyectos empresariales de alto riesgo, especialmente en el área de tecnología⁷. Sin embargo, aunque apremia reconocer la atención exhaustiva de la doctrina a los deberes fiduciarios y problemas de agencia⁸, se observa que el gobierno corporativo contractual es un área de relevancia práctica que todavía debe alcanzar a la doctrina latinoamericana para propósitos de investigaciones empíricas, política legislativa y asesoría a potenciales inversionistas en el continente.

En ese sentido, se presentará, en primer lugar, la extensión en la que el *fiduciary tailoring* es admitido en el derecho de sociedades de distintos países de Latinoamérica. En segundo lugar, los instrumentos contractuales a través de los cuales tales arreglos fiduciarios contractuales se instituyen y operan. En tercer lugar, los supuestos contractuales basados en situaciones que sociedades comerciales en el referido continente tienden a enfrentar con regularidad, a saber, estructuras de capital sofisticadas como las *dual-class shares* o acciones duales, accionistas activistas, salidas (*exits*) o ventas de la compañía como negocio en marcha o *going concern* e insolvencia o dificultad financiera. En términos prácticos, se busca dilucidar a grandes rasgos, el qué y el cómo de la personalización fiduciaria como manifestación del gobierno corporativo contractual en cuanto fenómeno bajo la óptica de distintas leyes societarias en América Latina.

2. LIBERTAD CONTRACTUAL VS. DEBERES FIDUCIARIOS. UN ANÁLISIS DE LA PRESENCIA Y EXTENSIÓN DEL *FIDUCIARY TAILORING* DE DELAWARE EN LEGISLACIONES SOCIETARIAS LATINOAMERICANAS SOBRE EL DEBER DE CUIDADO O DILIGENCIA Y DEBER DE LEALTAD

Históricamente, el análisis primordial del derecho corporativo solía regirse por lo que Klausner, siguiendo a Clark, denominó la “teoría contractual del

5 Ibid., 12. Ambos autores, admitiendo que la tendencia proviene de las leyes de Delaware, expresan que la *contractarian governance* se ha convertido en la principal tendencia de gobierno corporativo en los Estados Unidos en tanto se siguió el curso de Delaware.

6 Michael Klausner, “The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later”, *The Journal of Corporation Law* 31 (abril de 2006): 782, <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/06/31CorpL779.pdf>.

7 Pereira, “The Law of Contingent Control”, 3. El referido autor también sostiene, resaltando los notables riesgos de inversión en una *startup* de tecnología, que sin las garantías contractuales acordadas entre las firmas de *venture capital* y la empresa de tecnología financiadas devendría imposible convenir en capitalización alguna.

8 Ver, Paúl Noboa Velasco, “Problemas de agencia y su mitigación en el contexto societario ecuatoriano (Corporate Agency Problems and Their Mitigation in Ecuador)”, *Working Paper Series, Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas* 5 (2020): 4, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3513599>.

derecho corporativo”⁹, la cual reducía al derecho societario a la mera provisión de “un conjunto de reglas por defecto que los gerentes podrían adoptar en nombre de sus compañías, mientras se dejaba a los gerentes libres para personalizar los estatutos de sus compañías”¹⁰. Reminiscencias recientes de la hipótesis observan que la teoría contractual del derecho corporativo se resume —o, de hecho, se resumía— en la consideración de la compañía como “un nexo de contratos (incompletos) entre directores, accionistas, empleados, proveedores, clientes y otras partes”¹¹.

Aunque la teoría contractual del derecho corporativo fue irremediablemente desechada con posterioridad¹², de aquella surge la concepción hoy admitida, vigente y útil de *fiduciary tailoring*, que consiste en la personalización convencional de los deberes y las obligaciones fiduciarias de los oficiales de gobierno corporativo por parte de accionistas, inversionistas y la misma compañía a través de contratos entre los propios accionistas e inversionistas¹³. Así se desarrolló la proposición hoy generalmente aceptada en Delaware y Estados Unidos de que los deberes fiduciarios no son inmutables, sino que la compañía, directores, accionistas e inversionistas sofisticados pueden convenir en la modificación contractual —no estatutaria— de los deberes fiduciarios en interés del propósito financiero de la corporación y la alineación de los intereses de las diversas partes involucradas. El *fiduciary tailoring*, en cuanto tendencia, no solo sobrevivió a su fundamento esencial como lo fue la teoría contractual del derecho corporativo en la Ley General de Corporaciones de Delaware (en adelante DGCL, por sus siglas en inglés), sino que figura como un componente esencial del gobierno corporativo contractual o *contractarian governance* y explica una variedad de realidades inherentes al fenómeno societario¹⁴.

La concepción actual de gobierno corporativo contractual fue ampliamente modelada por la invaluable jurisprudencia de la Court of Chancery de Delaware (en adelante Corte) en interpretación de la DGCL. Así, en *Abry Partners V., L.P., et al c. F&W Acquisition LLC, et al.*, caso 1756-N, la Corte observó que, en consideración de la “sensibilidad de Delaware a la necesidad de que el comercio proceda en una manera racional y cierta”, la libertad contractual en su dimensión societaria y de gobierno corporativo entraña que a las entidades de negocio se les defiera la posibilidad de “efectuar sus propios

9 Klausner, “The Contractarian Theory”, 779-798.

10 Klausner, “The Contractarian Theory”, 780 (traducción no oficial).

11 David Gibbs-Kneller, David Gindis y Derek Whayman, “Not by Contract Alone: The Contractarian Theory of the Corporation and the Paradox of Implied Terms”, *European Business Organization Law Review* 23 (marzo de 2022): 574, <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00241-7>.

12 Klausner, “The Contractarian Theory”, 797.

13 John A. Kupiec y Mark E. McDonald, “Chancery Court Highlights Tension Between Freedom of Contract and Corporate Fiduciary Duties”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (junio de 2023), <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/06/06/chancery-court-highlights-tension-between-freedom-of-contract-and-corporate-fiduciary-duties/>.

14 *Ibid.*

juicios sobre los riesgos que asumirán”¹⁵.

Sin embargo, el principio de libertad contractual aplicado en el contexto de sociedades mercantiles observa limitantes. Siguiendo a Kupiec y McDonald, se encuentran prohibidas las cláusulas contractuales que intenten “modificar, limitar o exceptuar ciertos derechos normativos o de derecho común”¹⁶, como el derecho a la venta de acciones, el derecho al voto y el derecho a pedir evaluación del valor económico de las acciones detentadas. Asimismo, la Corte recientemente ha asentado que la libertad contractual en sentido societario bajo la DGCL no comprende contratos en los cuales se persiga la exoneración total de directores, oficiales y administradores por fraude intencional¹⁷ o negligencia grave¹⁸.

Tras un extenso pero disperso legajo jurisprudencial, en el año 2023 la Court of Chancery en el caso *New Enterprise Associates 14, et al. c. Rich, et al.*, caso número 2022-0406-JTL, del 2 de mayo de 2023, uniformó la tendencia de *contractarian governance* y *fiduciary tailoring*. En una opinión ya calificada como “épica”¹⁹, el vicescanciller J. Travis Laster, declarando sin lugar a moción para desestimar, observó, *inter alia*, que las leyes de Delaware permiten convenios entre accionistas, la compañía y directores, que dispongan la forma en las que los deberes fiduciarios deben ser observados por los oficiales de gobierno corporativo, notando que “[l]a [DGCL] también permite más espacio para la personalización fiduciaria (*fiduciary tailoring*) y más grandes límites a la responsabilidad fiduciaria que como es ampliamente entendido”²⁰ y advirtió que incluso “el derecho común de Delaware va más allá”²¹ en cuanto a la definición contractual del contenido de los deberes fiduciarios se refiere. La referida Corte, así, en términos no ambiguos, refrendó una vez más el gobierno corporativo contractual como una alternativa legalmente viable a la luz de las leyes corporativas de Delaware y estimó que el repertorio de posibilidades de acuerdo con el derecho contractual era aún más amplio que en el derecho corporativo.

15 *Abry Partners V., L.P., et al., c. F&W Acquisition, LLC, et al.*, Court of Chancery of the State of Delaware, 14 de febrero de 2006, 49. (traducción no oficial).

16 *Libeau c. Fox* (afirmado en la parte pertinente, revocado por otras razones por la Suprema Corte de Delaware), Court of Chancery of the State of Delaware y *Manti Holdings, LLC c. Authentix Acquisition*, Court of Chancery of the State of Delaware, citado en Kupiec y McDonald, “Chancery Court Highlights”.

17 *Express Scripts, Inc., et al., c. Bracket Holdings Corp.*, Court of Chancery of the State of Delaware, 23 de febrero de 2021, 13, afirmando en *Airborne Health, Inc. c. Squid Soap, LP*.

18 *Techview Invs. c. Amstar Pol. Prop. Fund I, L.P.*, Court of Chancery of the State of Delaware, 31 de agosto de 2021.

19 Pamela Millard, “Court of Chancery Denies Motion to Dismiss Based on Covenant Not to Sue for Breach of Fiduciary Duty, but Holds Contractual Limitations on Fiduciary Duties Are Not Facially Invalid under Delaware Law”, *Business Law Today* (mayo de 2023), https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2023-may/may-2023-brief-corporations-llcs-partnerships.

20 *New Enterprise Associates 14, L.P., et al. c. George S. Rich, Sr., et al.*, Court of Chancery of the State of Delaware, 2 de mayo de 2023, 4. (traducción no oficial).

21 *Id.*

Ahora bien, en un contexto latinoamericano, la preocupación fundamental de este artículo no yace en la admisibilidad o no del *fiduciary tailoring* ni de los contratos que modifican deberes fiduciarios, pues se entienden amparados por la libertad contractual y el principio de autonomía de la voluntad de las partes, preceptos consagrados en todas las legislaciones contractuales de los países de América Latina, cuyo fortalecimiento “se ha convertido en un eje central”²² para la actualización y modernización del derecho societario. Por el contrario, la duda que aqueja a la presente investigación es la extensión de la permisibilidad a la compañía, accionistas o inversionistas para modificar los deberes fiduciarios estatutariamente preordenados, desde la óptica de los principios generales que rigen el gobierno corporativo de todas las tipologías societarias en el derecho de sociedades de algunos países latinoamericanos y, de existir alguna, su similitud con la apertura contractual dispuesta en la DGCL y en jurisprudencia relevante que ha modelado tal ley.

En ese sentido, son ilustrativas las normas de algunos países que tipifican los deberes fiduciarios, a saber, el deber de cuidado y el deber de lealtad.

2.1 *FIDUCIARY TAILORING* Y DEBER DE CUIDADO

En primer lugar, merece atención el deber de cuidado, que consiste en la obligación de los directores y oficiales a desempeñar sus cargos de buena fe, con el cuidado de una persona razonable y con los mejores intereses de la corporación como norte, así como la responsabilidad que por incumplimiento de aquel se origina para los administradores²³.

Ecuador es un ejemplo importante. Al decir de Noboa Velasco, el artículo 262 de la Ley de Modernización a la Ley de Compañías (en adelante Ley de Modernización) preceptúa el deber de cuidado bajo la denominación “deber de debida diligencia”, disponiendo que los administradores deberán desempeñar su cargo “con la diligencia de un ordenado empresario”²⁴. También dispone la precitada disposición en su inciso tercero la denominada “regla de discrecionalidad”, mejor conocida como *business judgment rule*, que protege al administrador societario en su toma de decisiones toda vez que: (i) tome su decisión con base en información suficiente, objetiva y razonable; y (ii) su decisión obedezca a “un procedimiento adecuado”²⁵.

22 María Fernanda Vásquez Palma, “Sobre la necesidad de modernizar el derecho societario chileno a partir del fortalecimiento de la autonomía de la voluntad”, *Revista Chilena de Derecho* 43, n.º 2 (agosto de 2016): 485, <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=177048407006>.

23 Marjorie Fine Knowles y Colin Flannery, “The ALI Principles of Corporate Governance Compared with Georgia Law”, *Mercer Law Review* 47, n.º 1 (diciembre de 1995): 18, https://digitalcommons.law.mercer.edu/jour_mlr/vol47/iss1/2.

24 Artículo 262, Ley de Modernización a la Ley de Compañías, R. O. Suplemento 347 del 10 de diciembre de 2020, citado en Paul Noboa Velasco, “El reconocimiento de la ‘Business Judgment Rule’ en el derecho societario del Ecuador”, *Blog del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas* (diciembre de 2020), <https://www.derechoyfinanzas.org/el-reconocimiento-de-la-business-judgment-rule-en-el-derecho-societario-del-ecuador>.

25 Ibid.

En jurisdicciones como Ecuador²⁶, con respecto al deber de cuidado o diligencia, se considera que hay lugar para el *fiduciary tailoring* precisamente en la determinación contractual de estándares de información y parámetros de gobernanza efectiva por parte de inversionistas aventurándose en empresas de alto riesgo por medio de mecanismos de control contingente. Ejemplos de estos mecanismos serían atar ciertas decisiones fundamentales de los administradores a parámetros e indicadores de desempeño que —en caso de no ser observados— resultarán en su reemplazo, suspensión o limitación de funciones, supeditar ciertas decisiones al voto de accionistas que otrora no requerirían sanción accionaria por ley, disponer la presencia mínima de representantes de inversionistas contratantes en los consejos o asambleas y juntas directiva, disposición de parámetros de gobernanza en el mejor interés de los accionistas que los administradores se vean forzados a seguir en perjuicio de su discrecionalidad, entre otros.

Otras jurisdicciones, como Argentina, presentan un panorama más desafiante en el ámbito del deber de cuidado o diligencia y específicamente sobre la responsabilidad que podría resultar de infracciones a tal deber. En desarrollo de lo dispuesto en los artículos 59, en el cual se consagra el deber de diligencia del administrador, y 274, ambos de la Ley General de Sociedades N.º 19.550 de Argentina, se dispone que los directores “responden ilimitada y solidariamente hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por el mal desempeño de su cargo” así como “por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave”²⁷. La legislación de Uruguay sigue el mismo camino con el artículo 391 de la Ley N.º 16.060, pues contiene una disposición casi idéntica a la argentina²⁸. La definición de “mal desempeño de su cargo” se ha asociado en la doctrina argentina con la definición de “culpa grave”²⁹, pero la diferencia capital que las legislaciones antes referidas guardan con la DGCL de Delaware es que, a diferencia de la sección 102(b)(7) de la DGCL, las leyes examinadas no contemplan la posibilidad de exculpar a los administradores y ejecutivos de responsabilidad por sus actos y omisiones³⁰.

Ante este panorama, inversionistas interesados en incentivar una actual o saliente administración pueden asegurar contractualmente, con accionistas

26 Jurisdicción que, cabe resaltar, tiene una legislación que ha avanzado paulatinamente de un modo satisfactorio. Ver Aurelio Gurrea Martínez y César Coronel Jones, “Propuesta para la mejora y modernización de la legislación societaria en Ecuador”, *Working Paper Serie, Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas* (junio de 2019): 30-1, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3383861>.

27 Artículo 274, Ley General de Sociedades N.º 19.550 de Argentina, Decreto N.º 841/84 B. O. 30 de marzo de 1984, reformada por última vez en Anexo II de la Ley N.º 26.994 B. O. del 8 de octubre de 2014.

28 Artículo 391, Ley N.º 16.060 de Uruguay, Decreto N.º 335/990 del 26 de julio de 1990.

29 Jimena I. Lértora Durand de Cassis y Luz G. Masferrer, “Responsabilidad del administrador societario a la luz del Nuevo Código Civil y Comercial de la Nación y la Reforma a la Ley General de Sociedades”, en *XV Jornadas y V Internacional de Comunicaciones Científicas de la Facultad de Derecho, Ciencias Sociales y Políticas-UNNE*, ed. Alba Esther de Bianchetti (Corrientes: Moglia Ediciones, 2019), 124.

30 Sección 102 (b)(7), Delaware General Corporation Law, reformada por última vez el 15 de agosto de 2023.

existentes y en adición a las posibilidades antes descritas, una cantidad importante de beneficiosos parámetros. Con frecuencia, se acuerdan lineamientos de dirección y gobierno de la sociedad, autorizaciones excepcionales a los directores para actuar en determinadas situaciones, exculpaciones ante ciertas acciones judiciales societarias e incluso el recurso a llamados *D&O insurance*, seguros para directores y oficiales que procuran la indemnidad de la administración frente a acciones sociales de responsabilidad en contra de directores por responsabilidades devenidas de errores o negligencia con culpa grave que no pudieran ser totalmente excluidas por la ley.

Conviene también destacar a jurisdicciones con una consagración tradicional del deber de cuidado o diligencia como Venezuela, Brasil y México. La tipificación del prenombrado deber fiduciario se caracteriza por una aproximación genérica con base en el estándar del denominado “buen hombre de negocio”, *homem ativo e prob*, según el artículo 153 de la Ley N.º 6.404 de Brasil del 15 de diciembre de 1976³¹ o incluso el de “persona razonable”, como prefiere la *common law* y recientemente acuñado por el derecho francés³². En ese sentido, disposiciones como el artículo 266, numeral 4 del Código de Comercio venezolano³³ y el artículo 157 de la Ley General de Sociedades Mercantiles de México³⁴ parecen limitar la responsabilidad derivada del deber de cuidado a áreas esenciales.

La generalidad de la ley, al describir el deber de cuidado y las responsabilidades que de este dimanar, presenta una oportunidad para los inversionistas sofisticados que consiste en un marco contractual amplio por medio del cual puede disponer de sofisticados arreglos fiduciarios cuya única limitación, que se deriva de su fundamento genético como lo es la libertad de contratación, es el orden público y disposiciones expresas de ley. En efecto, nociones como “diligencia”, “cuidado razonable”, entre otras, se beneficiarían de una especificación por medio de obligaciones afirmativas para los directores, administradores y ejecutivos con base en las necesidades específicas de la compañía y los intereses de inversionistas o nuevos accionistas que tanto la junta directiva como los socios existentes estén dispuestos a aceptar³⁵.

Principalmente y como punto conclusivo del análisis presentado con respecto a la personalización fiduciaria del deber de cuidado, los ordenamientos brasileños, venezolanos y mexicanos en esta materia también presentan una

31 Artículo 153, Ley N.º 6.404 [que dispone sobre las sociedades por acciones], Decreto N.º 6.404 del 17 de diciembre de 1976.

32 Gema Tomás Martínez, “La sustitución del ‘buen padre de familia’ por el estándar de la ‘persona razonable’”, *Revista de Derecho Civil* 2, n.º 1 (enero-marzo de 2015): 66, <https://www.nreg.es/ojs/index.php/RDC/article/download/109/89>.

33 Artículo 266, numeral 4, Código de Comercio de Venezuela, Gaceta N.º 475 Extraordinaria, 21 de diciembre de 1955.

34 Artículo 157, Ley General de Sociedades Mercantiles de México, DOF del 4 de agosto de 1934, reformada por última vez en DOF del 2 de junio de 2009.

35 Ver, Rodrigo Quintero Bencomo, “Estándares de cuidado como modelo estatutario de responsabilidad de los administradores por infracciones al deber fiduciario de cuidado”, *Revista Venezolana de Derecho Mercantil* 7, n.º 1 (diciembre de 2021), http://www.ulpiano.org/vc/revistas/bases/artic/texto/RVDM/7/RVDM_2021_7_229-253.pdf.

oportunidad a los inversionistas contratantes para ampliar, cuando fuera su intención, los poderes de los directores para tomar decisiones efectivamente fuera del marco estatutario y de la imperatividad tipológica —lo que se verá más adelante— en función de las distintas realidades nacidas de la recepción de nuevos capitales. En ese sentido, es menester destacar que la doctrina de Delaware ha entendido que la sección 141(a) de la DGCL, que famosamente dispone los poderes de los directores para la administración de la compañía, es la expresión de una “política pública” motivada por la necesidad de garantizar el “respeto por el ordenamiento privado de los arreglos de gobierno corporativo” los cuales, al decir de Sharfman, “casi siempre otorgan autoridad extensiva a la Junta para tomar decisiones de parte de la corporación”³⁶.

2.2 *FIDUCIARY TAILORING* Y DEBER DE LEALTAD

Desde la perspectiva del deber de lealtad, que postula la obligación de los directores y oficiales de actuar en consecución de los intereses de la sociedad —esto es, la creación y maximización de valor—³⁷ en anteposición de los suyos propios³⁸, el panorama para la personalización fiduciaria es prometedor y análogo al del pretérito deber de cuidado.

En una abrumadora mayoría de los ordenamientos que disciplinan el derecho societario en América Latina el deber de lealtad se tipifica en un sentido genérico que se corresponde con la concepción doctrinaria antes explicada. Así, disposiciones como el artículo 59 de la Ley General de Sociedades de Argentina³⁹ y el artículo 266⁴⁰ del Código de Comercio de Venezuela establecen tanto el contenido del deber de lealtad como las obligaciones que emanan de aquel deber y que podrían calificarse como tradicionales o perennes. Sin embargo, en América Latina destacan los ordenamientos de Brasil, Ecuador y Chile, los cuales no solo instruyen el deber de lealtad, sino que definen situaciones específicas e íntimamente relacionadas con la cotidianidad comercial de las sociedades mercantiles en las que el deber de lealtad cobra vigencia. El análisis que sigue se enfocará en ellas y en las oportunidades que brindan desde una perspectiva del presente tema.

La importancia de los términos bajo los que los derechos de sociedades de Brasil, Ecuador y Chile yace en que tales ordenamientos regulan el deber de

36 Bernard S. Sharfman, “The Importance of the Business Judgment Rule”, *New York University Journal of Law and Business* 14, n.º 27 (diciembre de 2017): 28, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2888052>.

37 Cándido Paz-Ares, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *In-Dret. Revista para el Análisis del Derecho* 4 (octubre de 2003): 3-61, <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=723330>.

38 Itziar Kraus Rodríguez, *El deber de lealtad de los administradores de las sociedades de capital* (Madrid: Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia de Comillas, 2017): 10-1, <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/88246/retrieve>.

39 Artículo 59, Ley General de Sociedades, 1984.

40 Artículo 266.4, Código de Comercio de Venezuela, 1955.

lealtad radica con significativa similitud a la DGCL. Lo cual reporta innovaciones jurídicas que permiten que inversionistas sofisticados puedan utilizar plenamente los medios contractuales para la personalización contractual del deber de lealtad. Así, guardando una notable diferencia con otras jurisdicciones, en Brasil, Ecuador y Chile se regulan dos aspectos fundamentales del deber de lealtad de interés en esta investigación, primero, situaciones de *self-dealing* o autocontratación y, segundo, las transacciones interesadas⁴¹.

El tratamiento legislativo deferido por los tres prenombrados países —tanto a la denominada *self-dealing* o autocontratación como a las transacciones interesadas— coincide en gobernar ambas bajo una tríada de principios: revelación, autorización y abstención⁴².

Aunque en Delaware la autocontratación y las transacciones interesadas no están prohibidas directamente en tanto no todas resultan desfavorables al propósito de la compañía y podrían en realidad beneficiarle⁴³. En América Latina existe una clara tendencia imponiendo que los administradores o directores involucrados en una transacción con la compañía en la que se sitúan como contraparte contractual, o bien en la cual hallan un interés, deben revelar a la junta directiva su condición o interés. La transacción debe ser aprobada o subsanada por la junta directiva⁴⁴ y el director o administrador interesado debe abstenerse en la votación que decida la procedencia o no de la transacción en cuestión⁴⁵.

Pues bien, los principios que rigen la consagración legislativa de la autocontratación y transacciones interesadas abren las puertas, para inversionistas sofisticados, a dos posibilidades de personalización fiduciaria reconocidas en la ya citada decisión, *New Enterprise Associates 14, et al. c. Rich* por parte de la Court of Chancery de Delaware: (i) aprobaciones adelantadas por parte de inversionistas en acuerdos privados celebrados con anterioridad a su consolidación como accionistas de una corporación, lo que la prenombrada Corte y la doctrina de Delaware prefieren denominar *advance ratification* o “ratificación avanzada”; y (ii) descargos de responsabilidad que comporten la

41 Artículos 155 y 156, Ley N.º 6.404 de Brasil, 1976. Artículos 243, 261 y 261.2, Ley de Modernización a la Ley de Compañías de Ecuador, R. O. Suplemento 347 del 10 de diciembre de 2020. Artículos 42, 43 y 44, Ley N.º 18046 sobre Sociedades Anónimas de Chile, 21 de octubre de 1981.

42 Nicolás Gaitán Villaneda, “La autocontratación en el derecho de sociedades colombiano: deber de lealtad, interés social y vínculo jurídico administrador-sociedad”, *Revista e-Mercatoria* 12, n.º 2 (julio-diciembre de 2013): 43-79, <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4744049>.

43 Merece aclarar, sin embargo, que la jurisprudencia de Delaware impone que las cortes evalúen la transacción no bajo el imperio de la *business judgment rule* o regla de discrecionalidad, sino bajo el *entire fairness standard* o llamado “estándar de estricta ecuanimidad” en Colombia, el cual entraña un escrutinio incrementado sobre la autocontratación o transacción interesada. Ver *Nixon c. Blackwell*, Supreme Court of the State of Delaware, 22 de junio de 1993, 1375.

44 Ver, en concatenación, artículos 243, numeral 3, y 261, Ley de Modernización a la Ley de Compañías de Ecuador, R. O. Suplemento 347 del 10 de diciembre de 2020. Artículo 156, Ley N.º 6.404, 1976. Artículo 44. Ley N.º 18046 sobre Sociedades Anónimas de Chile, 21 de octubre de 1981.

45 Ver, por ejemplo, el artículo 243, numeral 3, Ley de Modernización a la Ley de Compañías de 2020.

eliminación total o parcial de los administradores por potenciales infracciones al deber de lealtad en situaciones definidas⁴⁶.

La *advance ratification* o ratificación avanzada consiste en la aprobación que la junta directiva o inversionistas efectuarán de “potenciales” transacciones interesadas, antes de que aquellas ocurran⁴⁷. En Latinoamérica, la doctrina se enfoca en ratificaciones posteriores de una operación interesada⁴⁸, mientras que la ratificación adelantada, más propia en la *common law*⁴⁹, parece permanecer ajena a los estudios recientes. En Delaware, como lo demostró la opinión en el caso *New Enterprise Associates 14, et al. c. Rich*, la ratificación avanzada de transacciones interesadas opera por medio del establecimiento, a través de medios contractuales, de una “fórmula predecible” de situaciones en las que las transacciones interesadas se entienden aprobadas. Así, el más claro ejemplo señalado por la Corte se halla en el establecimiento por parte de los directores de su propia compensación⁵⁰. La consecuencia directa de una ratificación avanzada es la subordinación del escrutinio judicial sobre la transacción interesada a la *business judgment rule*.

Ahora bien, existe lugar para un argumento a favor de las ratificaciones avanzadas de transacciones interesadas por medio de contratos de personalización fiduciaria⁵¹, a pesar de una aparente ausencia de codificación positiva. Citando a Cebriá, es una premisa establecida que al administrador le incumbe *ex ante* “la adopción de las medidas necesarias para evitar incurrir en [situaciones] de conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad”⁵². En ese sentido, los accionistas tienen el derecho, y procuran, una administración desinteresada⁵³. De ahí que, como lo sugiere la Corte al pactar los inversionistas, en uso de su libertad contractual, fórmulas predecibles de transacciones y actos en los que directores y administradores pueden involucrarse o sobre los cuales pueden decidir con refrenda accionaria anticipada⁵⁴ no producen sino la consecución directa de tal propósito.

Por otro lado, desde un punto de vista puramente legislativo y en pleno acuerdo con las premisas antes señaladas, figura como un estándar invariable en el contenido del deber de lealtad la obligación de los directores de evitar incurrir en conflictos de intereses dispuesta por el artículo 262.1, literal e) de la Ley

46 *New Enterprise Associates c. Rich, et al.*, 71.

47 *Id.*

48 Gaitán Villaneda, “La autocontratación”, 66.

49 En el ámbito de compensación de directores, ver *John Calma, et al. c. Mark B. Templeton, et al.*, Court of Chancery of the State of Delaware, 30 de abril de 2015, 22.

50 *New Enterprise Associates c. Rich, et al.*, 71.

51 Sin excluir, sin embargo, la posibilidad de efectuar tales autorizaciones en los estatutos de las compañías.

52 Luis Hernando Cebriá, “La configuración estatutaria del deber de lealtad: sus relaciones con el régimen de retribución de los administradores y con el mercado de capitales”, *ADC LXXVI*, n.º II (abril-junio de 2023): 449, https://www.boe.es/biblioteca_juridica/anuarios_derecho/abrir_pdf.php?id=ANU-C-2023-20044300518.

53 Gaitán Villaneda, *La autocontratación*, 58.

54 *New Enterprise Associates c. Rich, et al.*, 71.

de Modernización a la Ley de Compañías de Ecuador⁵⁵ y el artículo 262.2 *ejusdem* o, más genéricamente, los artículos 155 y 156 de la Ley N.º 6.404 de Brasil que dispone sobre las sociedades por acciones⁵⁶. La obligación es naturalmente amplia, pues el deber de lealtad dispone, a su vez, de un contenido que prohíbe y penaliza la deslealtad. Por ello, interpretando las disposiciones legales en un sentido amplio, observamos que las ratificaciones adelantadas son consistentes con el interés general de prevenir una administración interesada en cuanto parte del contenido del deber de lealtad se inscribe dentro de la referida norma, e inversionistas sofisticados pueden recurrir a esta figura en cuanto expresión del *fiduciary tailoring* por medio de la definición contractual de una fórmula predecible de transacciones que obedezcan a distintos criterios y que, de surgir la oportunidad, acuerdan su aprobación⁵⁷.

En otro orden de ideas, se observa que las pretéritas legislaciones también permiten los descargos de responsabilidad o acuerdos limitativos o extintivos de responsabilidad de los administradores —siempre que la aprobación provenga de accionistas no interesados, como dispone el artículo 262.6 de la Ley de Modernización a la Ley de Compañías ecuatoriana—⁵⁸, pues resultan consistentes con las referidas normas al prevenir *ex ante* la existencia de conflictos de interés que aquejen a la administración social. Asimismo, su justificación doctrinaria, al decir de Paz-Ares, comparte los mismos argumentos pragmáticos principales que los *D&O insurance* o seguros de directores y oficiales⁵⁹, es decir, el incentivo a los administradores en la asunción de riesgos, la cobertura de las consecuencias patrimoniales, la atracción de talento individual y, como bien señala López y García de la Serrana, una “reducción de la elevada aversión al riesgo del administrador”⁶⁰. Legislativamente, los descargos de responsabilidad o acuerdos limitativos o extintivos de responsabilidad encuentran su base en la autonomía de la voluntad y libertad contractual de los inversionistas que acuerden, privadamente, no ejercer acciones de responsabilidad en contra de los administradores, toda vez que no existe texto positivo en las referidas legislaciones que prohíba tales acuerdos siempre que resulten ejecutables sobre una base razonable de tiempo, espacio y alcance⁶¹.

55 Artículo 262.1, literal e), Ley de Modernización a la Ley de Compañías de 2020.

56 Artículos 155 y 156, Ley N.º 6.404, 1976.

57 *New Enterprise Associates c. Rich, et al.*, 109-10.

58 Artículo 262.6, literal e), Ley de Modernización a la Ley de Compañías, 2020.

59 Paz-Ares, “La responsabilidad”, 45.

60 Javier López y García de la Serrana, “El seguro de R. C. de los directivos y administradores (seguro D&O)”, *Revista de Responsabilidad Civil, Circulación y Seguro* 1, n.º 1 (enero de 2007): 6, <https://www.hispacolem.es/wp-content/uploads/documents/pdf/El%20seguro%20de%20R%C3%A1pido%20de%20los%20directivos%20y%20administradores.pdf>.

61 *New Enterprise Associates c. Rich, et al.*, 111.

3. EL FUNCIONAMIENTO PRÁCTICO DEL *FIDUCIARY TAILORING* COMO EXPRESIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO CONTRACTUAL: LOS PACTOS PARASOCIETARIOS Y SU EFICACIA Y DESEABILIDAD PARA INVERSIONISTAS SOFISTICADOS

La dimensión práctica del gobierno corporativo contractual y su expresión fundamental, el *fiduciary tailoring*, se caracterizan por la utilización de los pactos parasociales en cuanto acuerdos privados entre accionistas, o entre aquellos y la propia sociedad, que regulan las relaciones privadas entre los suscriptores, se encuentran al margen de los estatutos de la compañía⁶² y que originan obligaciones contractuales en cabeza de sus partes, sin resultar oponibles a la sociedad⁶³. La doctrina conviene en la existencia de tres tipos de pactos parasociales: (i) pactos de atribución, que disponen un derecho o ventaja para la compañía; (ii) pactos de relación, reguladores del vínculo entre los socios; y (iii) pactos de organización, que establecen parámetros *inter pares* orientados al gobierno y la administración de la sociedad mercantil⁶⁴.

Con frecuencia, socios o futuros inversionistas de una compañía recurren a los pactos parasociales para normar sus relaciones privadas frente a la propia compañía a fin de “imponer orden en el negocio de la corporación y regular la conducción de sus asuntos”⁶⁵. Puesto que los acuerdos entre accionistas tienden a regular una variedad de situaciones y relaciones *inter pares* claves para la compañía como la transferencia de acciones (p. ej., *lock-up provisions*, preferencias ofertivas), el voto en las asambleas (p. ej., sindicación de acciones), venta de la compañía como *going concern* (p. ej., *drag-along*, *tag-along*, fórmulas predecibles de posibles transacciones para la venta del activo social) y otros, su importancia se ha equiparado funcionalmente con los estatutos sociales⁶⁶.

A los efectos del tema que ocupa a esta investigación, los pactos parasociales son de vital importancia, pues, a través de estos instrumentos, los inversionistas sofisticados, accionistas existentes, fundadores y, en ocasiones, la propia compañía acuerdan los arreglos privados pertinentes que acarrear la personalización de los deberes fiduciarios de los directores y oficiales en un número determinado de situaciones⁶⁷.

62 Cándido Paz-Ares, “La cuestión de la validez de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez Extra* 1, n.º 1 (enero de 2011): 252-6, <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3216/documento/art32.pdf>.

63 Paúl Noboa Velasco, “Oponibilidad de los pactos parasociales bajo el ordenamiento ecuatoriano (Shareholders Agreements and Their Enforcement Under the Ecuatorian Companies Act)”, *SSRN Electronic Journal* 1, n.º 1 (mayo de 2018): 9, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3182072>.

64 *Ibid.* 5-9.

65 D. Gordon Smith, Matthew Wright y Marcus Kai Hintze, “Private Ordering with Shareholder Bylaws”, *Fordham Law Review* 80, n.º 1 (enero de 2011): 127-8, <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol80/iss1/4>.

66 *Ibid.* 130.

67 Marco Ventrizzo, “Why Shareholders’ Agreement are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation”, *Legal Studies Research Paper* 42, n.º 1 (enero de 2013): 1-8, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2246005.

Ahora bien, en el hemisferio continental bajo examen, el uso de medios contractuales para concretar acuerdos de tal importancia parecería, *prima facie*, cuestionable. La práctica comercial indica que se acostumbra a consagrar los cambios que persiguen efectuar estos pactos directamente en los estatutos sociales. Además, a los pactos parasociales los aqueja una problemática perenne en las discusiones académicas de estas figuras, la cual es su cumplimiento forzoso o *enforcement*. En efecto, los accionistas tienen vedado demandar el cumplimiento específico de estos pactos por su inoponibilidad *erga omnes*⁶⁸, por lo cual el accionista afectado por el incumplimiento de su contraparte del acuerdo debe conformarse con una indemnización sin poder demandar la nulidad de decisiones asamblearias con base en estos pactos parasocietarios⁶⁹.

Sin embargo, a las prenombradas dificultades se le oponen numerosas ventajas jurídicas que propugnan su uso frecuente como el vehículo fundamental para el gobierno corporativo contractual⁷⁰, muchas de las cuales aplican en la latitud latinoamericana.

La principal ventaja de los pactos parasociales a los efectos prácticos del *fiduciary tailoring* es, siguiendo a Paz-Ares, su regulación bajo la denominada imperatividad sustantiva⁷¹, es decir, las disposiciones de orden público aplicables a todos los contratos y no la imperatividad tipológica o reglas de orden público que el legislador dispone para regular los distintos tipos de sociedades comerciales, pues los pactos parasociales buscan normar las relaciones particulares entre sus partes y no la modificación del tipo societario.

Como corolario de lo anterior, es factible argumentar que prohibiciones que se ciernen sobre los estatutos corporativos contempladas en algunos ordenamientos de la región, como cualesquiera que pudieran limitar la transacción de acciones, excluir o limitar la responsabilidad de los administradores⁷², entre otras, devienen inaplicables a los pactos parasociales por su naturaleza contractual.

Es de particular interés que, con base en el anterior análisis, la prohibición dispuesta por el artículo 41 de la Ley N.º 18046 sobre Sociedades Anónimas de Chile⁷³ acerca de convenios estatutarios que dispensarían a los administradores por violaciones al deber de cuidado también resultaría inaplicable. Esto significa que inversionistas sofisticados pueden acordar tales exenciones

68 Vázquez Palma, "Sobre la necesidad", 96.

69 Noboa Velasco, "Oponibilidad de los pactos parasociales", 14.

70 Mihaela Braut Filipovic, "How Can Shareholders' Agreements Shape Corporate Governance and Directors' Liability?", *Intereulaweast* IX, n.º 2 (marzo de 2022): 194-222, <https://hrcak.srce.hr/file/424618>.

71 Paz-Ares, "La cuestión de la validez", 252-6.

72 Por ejemplo, la prohibición dispuesta por el artículo 41 de la Ley N.º 18046 sobre Sociedades Anónimas de Chile del 21 de octubre de 1981, sobre convenios estatutarios que dispensarían a los administradores por violaciones al deber de cuidado.

73 Artículo 41, Ley N.º 18046 sobre Sociedades Anónimas del 21 de octubre de 1981.

en obsequio a los administradores por violaciones al deber de cuidado y así motivar a la junta directiva a asumir riesgos razonables para la consecución del objeto social.

Asimismo, los pactos parasocietarios en cuanto expresión fundamental del gobierno corporativo contractual y *fiduciary tailoring* dan origen a otra variedad de ventajas prácticas con ramificaciones para el tema bajo estudio.

Para inversionistas, los pactos parasociales constituyen herramientas para implementar una estrategia de administración de riesgos y costos de la transacción que aseguren sus objetivos de rentabilidad⁷⁴, pues disponen el establecimiento de las condiciones que predicen la inversión de capital y que a su vez modifican los deberes fiduciarios de los directores por medio de obligaciones afirmativas de proceder en determinadas situaciones, como las cláusulas *slicing pie stocks*, *tag-along* y *drag-along*, entre otras⁷⁵.

Igualmente, los pactos parasocietarios no solo permiten a inversionistas procurar el ambiente jurídico necesario para asegurar sus inversiones y futuras ganancias, sino que también les provee del medio necesario para influenciar y, en varios casos, efectivamente determinar las decisiones de la junta directiva, que implementarán la voluntad accionaria para, entre otras razones, mitigar los riesgos de responsabilidad personal⁷⁶.

Ahora bien, un argumento inveterado en contra del uso de los pactos parasociales y con significativo arraigo en la doctrina societaria de países latinoamericanos yace en la inoponibilidad absoluta y presunta ineficacia de estos convenios⁷⁷, en tanto obligan únicamente a las partes que los suscriben⁷⁸. En principio, mientras que en otras jurisdicciones se han propuesto algunas soluciones de interés⁷⁹, el pretérito argumento no carece de validez en países de América Latina, en los cuales el principio de relatividad de los contratos constituye ya una tradición jurídica y presente en la vastísima mayoría de los ordenamientos civiles. Sin embargo, en el contexto de recepción de nuevas inversiones, el problema parece encontrar una solución pragmática.

74 Hernán Alonso Bañico, “Términos, cláusulas y condiciones para la incorporación de capital de riesgo”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas-UNNE*, n.º 17 (noviembre de 2016): 32, https://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/116357/Documento_completo.pdf?sequence=1.

75 Jordi Gisbert Beguer, *La financiación de startups en España: agentes, contratos y cláusulas en los pactos parasociales* (Barcelona: Universitat Pompeu Fabra, 2022): 31-2, <https://repositori.upf.edu/bitstream/handle/10230/53936/TFGDRET22GISBERTFinan.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

76 Cf. Aurelio Gurrea-Martínez, “Re-Examining the Law and Economics of the Business Judgment Rule: Notes for Its Implementation in Non-US Jurisdictions”, *Journal of Corporate Law Studies* 18, n.º 2 (enero de 2016): 8, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720814.

77 Vázquez Palma, “Sobre la necesidad”, 96.

78 Pereira, “The Law of Contingent Control”, 18.

79 Por ejemplo, la *Model Business Corporation Act* o Ley Modelo de Corporaciones Mercantiles, adoptada por algunos estados de Estados Unidos, propugnaba la posibilidad de forzar el cumplimiento específico de pactos parasociales atinentes al voto, por lo cual se revertirían votos en las asambleas efectuados en violación a pactos parasociales. Cf. Ventruzzo, “Why Shareholders Agreements”, 2.

En efecto, por el auge de inversionistas sofisticados, se procura la eficacia de los pactos parasociales para eludir el ocasionalmente costoso e inconveniente registro de modificaciones estatutarias considerando la “condición cambiante de las empresas”⁸⁰ y por las consecuencias económicas —gastos considerables en honorarios profesionales, expensas de litigio y otros— y reputacionales que violaciones a estos acuerdos acarrearían para la empresa receptora de capital⁸¹, lo cual complicaría las habilidades de captar capital para compañías en América Latina en medio de un ambiente en el cual las dificultades son amplias y conocidas⁸². Por ello, los pactos parasociales resultan deseables para nuevos inversionistas, pues dan origen a un título contractual de importantes ramificaciones financieras para determinar *ex ante* los designios de la compañía tras el depósito de su inversión.

En conclusión, los pactos parasociales son la dimensión práctica del *fiduciary tailoring* en cuanto expresión fundamental del gobierno corporativo contractual y consagran los cambios acordados entre inversionistas sofisticados, el accionariado existente y, en ocasiones, la propia compañía para la definición del contenido de los deberes fiduciarios de los directores societarios.

3. LA ACTUACIÓN PRÁCTICA DE LA PERSONALIZACIÓN DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS EN SITUACIONES FUNDAMENTALES ENFRENTADAS POR LA COMPAÑÍA

Examinada la admisión del gobierno corporativo contractual y el *fiduciary tailoring* a la luz de legislaciones societarias actuales en América Latina así como su funcionamiento práctico a través de pactos parasocietarios celebrados por socios, futuros inversionistas e incluso con la propia compañía, resulta apropiado descender a estudiar determinadas situaciones en que las sociedades mercantiles tienden a enfrentar a aceptar inversiones de capital por parte de inversionistas sofisticados, análisis que arroja luces sobre las formas y situaciones que potencialmente surgirían para directores e inversionistas sofisticados en el empleo de la personalización fiduciaria en América Latina.

3.1 ESTRUCTURAS DE CAPITAL SOFISTICADAS

80 Bafico, “Términos cláusulas y condiciones”, 33.

81 Klausner, “The Contractarian Theory”, 797.

82 Entre otros, la falta de conocimiento de los emprendedores, marcos legales desfavorables, reticencia de los inversionistas a aceptar condiciones de inversionistas, escasa calidad de proyectos, entre otras dificultades. Ver, Daniel Toro Uribe, *Incidencia del capital del riesgo inteligente, como motor de innovación y de generación de bienestar social y económico* (Medellín: Universidad EAFIT): 33, <https://repository.eafit.edu.co/servet/api/core/bitstreams/f5e77c86-6a7e-4771-be44-abd60588cbda/content>.

Es sabido que, rutinariamente, las compañías recurren a procurar el financiamiento necesario para la realización de proyectos en avance del objeto social, lo cual resulta en acuerdos concretos entre los nuevos inversionistas y los accionistas actuales para procurar el gobierno corporativo de la compañía tras el ingreso de nuevo capital.

El financiamiento por parte de inversionistas sofisticados fuera del capital accionario existente representa un momento culminante para sociedades comerciales en América Latina, pues el ingreso de capital de inversionistas sofisticados: (i) entraña la dilución de la propiedad en compañías de un continente en el que predomina un alto índice de concentración accionaria en uno o pocos accionistas⁸³ y (ii) obliga a la compañía a explorar nuevas estructuras de capital en forma de nuevos tipos de acciones, lo cual origina asuntos importantes para la compañía⁸⁴.

En efecto, en una época caracterizada por el auge de inversionistas sofisticados con importante poder financiero, información sobre el mercado y expectativas de rápida creación y maximización de valor es frecuente que rondas de financiamiento resulten en una reestructuración del capital accionario y la creación de tipos de acciones que acarrear consigo —o no— derechos y obligaciones específicos y diferenciados⁸⁵, adoptando una estructura compuesta por lo que la doctrina ha denominado *dual class shares*⁸⁶ o acciones de clase dual⁸⁷.

Asimismo, las acciones de clase dual representan una innovadora manera tanto de distribuir la propiedad accionaria de una forma más conveniente para los accionistas, inversionistas y junta directiva como de separar la propiedad de la administración⁸⁸. Las acciones de clase dual usualmente aseguran la distribución desproporcionada del derecho al voto, creando clases de acciones poseedoras de derecho al voto y otra clase que bien no posee derecho al voto sino solamente derecho a dividendos y otros derechos de índole pecuniaria, bien posee un derecho al voto limitado con respecto a los accionistas de distintas clases⁸⁹.

83 Fernando Lefort, "Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America", *Revista ABANTE* 8, n.º. 1 (abril de 2005): 32, <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=45dc655de615a819492802d5a96fa-d4c4fd08249>.

84 Geeyoung Min, "Governance by Dividends", *Iowa Law Review* 107, n.º. 117 (noviembre de 2021): 138, <https://ilr.law.uiowa.edu/print/volume-107-issue-1/governance-by-dividends>.

85 Lefort, "Ownership Structure and Corporate", 63.

86 Min, "Governance by Dividends", 120.

87 Marisela Santiago Castro, Cynthia J. Brown y Aníbal Báez-Díaz, "Prácticas de gobierno corporativo en América Latina", *Revista Latinoamericana de Administración*, n.º. 43 (enero de 2009): 26-40, <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=71612112003>.

88 María del Mar Alonso Almeida y Juliano da Silva, "Códigos de Buen Gobierno Corporativo en Iberoamérica: Análisis Comparativo entre Brasil y México", *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos* 7, n.º. 1 (enero-marzo 2010): 67, <https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228641006.pdf>.

89 Aviner Augusto Silva Manoel, *Three Essays on Cash Holdings and Corporate Governance* (São Paulo: Universidade de São Paulo, 2020): 29, https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-03092020-152315/publico/AvinerAS-Manoel_Original.pdf.

El uso de las acciones de clase dual está documentado. En los Estados Unidos de América, los casos de reconocidas empresas como CBS Corporation y Google son notorios en este sentido, pues sus juntas directivas acordaron implementar planes de acciones de clase dual tanto para redistribuir más convenientemente el derecho al voto ante accionistas mayoritarios —caso CBS Corporation— como para asegurar que, a las puertas de una *initial public offering* u oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés), los fundadores de la compañía retuvieran el control ante el capital masivo que inminentemente ingresaría —caso Google—⁹⁰.

En América Latina, investigaciones recientes arrojan luces sobre la viabilidad de este tipo de acciones en el continente, pues, pese a la arraigada concepción de que cada acción otorga al accionista derecho a un solo voto⁹¹, la evidencia empírica presentada en una valiosa investigación de Lefort sugiere que en países como Brasil, Chile y Argentina las acciones de clase dual son una herramienta de uso frecuente para compañías, incluso en aquellas en las que un conglomerado de accionistas preserva para sí el derecho al voto⁹².

Pues bien, la interacción entre las acciones de clase dual y el tema que ocupa esta investigación resulta de capital importancia. En tanto los directores son deudores de deberes fiduciarios hacia todos los accionistas sin distinción de tipo o clase, la junta directiva se enfrenta a la singular situación de tener que tomar decisiones en beneficio de una estructura de capital en la que cada tipo de accionista posee tanto distintos derechos como intereses contrapuestos⁹³.

En cuanto a estructuras de capital se refiere, como quiera que cada clase de acción contiene distintos derechos políticos o pecuniarios, los derechos de cada clase de accionistas entrañarán una determinación fáctica y específica del contenido de los deberes fiduciarios de los directores por vía de acuerdos entre accionistas en los que la compañía sea parte. En otras palabras, el tipo de acción especificará la forma en la cual los directores deben ejercer sus deberes fiduciarios con respecto a cierto tipo de accionista. Así, en compañías en las que existan acciones de clase dual, los directores se encontrarían sujetos a honrar una plétora de obligaciones como ejecutar acciones de acuerdo con prestaciones específicas de distribución de dividendos que pudieran limitar la discreción conferida a directores a ese efecto⁹⁴ y obligaciones que se analizarán

90 Min, “Governance by Dividends”, 121-2.

91 Aurelio Gurrea-Martínez, “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate”, *European Business Organization Law Review* 3, n.º. 22 (abril de 2021): 475-515, https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/3923.

92 Lefort, “Ownership Structure and Corporate”, 65-6. Especialmente Brasil, pues, como lo observa el autor, casi el 90 % de las 459 compañías brasileñas que reportan a ECONOMATICA tienen acciones sin derecho al voto representando el 120 % del capital votante.

93 Juan Antonio Gaviria Gil, “La responsabilidad de los administradores frente a los accionistas de diferente clase con intereses contrapuestos”, *Revista de Derecho Privado*, n.º. 40 (enero-junio de 2021): 363-92, <http://www.scielo.org.co/pdf/rdp/n40/0123-4366-rdp-40-363.pdf>.

94 Min, “Governance by Dividends”, 125.

en las siguientes secciones.

Finalmente, y no menos importante, el panorama de cumplimiento de los deberes fiduciarios por parte de los administradores cambia sustancialmente al existir los denominados *equal treatment agreements* o acuerdos de tratamiento equitativo, los cuales estipulan la obligación de tratar a los accionistas sin distinción de clase, y que fueron acuñadas por primera vez por Google⁹⁵. En ese sentido, ante la existencia de acuerdos de tratamiento equitativo, reconocidos como un elemento perenne de buen gobierno corporativo⁹⁶, los deberes fiduciarios de la junta directiva deben orientarse a procurar condiciones satisfactorias de los parámetros específicos de igualdad o equidad para los accionistas, como precios favorables —y no necesariamente iguales pero justos y proporcionales— para todos los accionistas ante una oportunidad de *exit* o venta de la compañía, evento de liquidación o disolución, entre otros.

3.2 ACCIONISTAS ACTIVISTAS (*SHAREHOLDER ACTIVISM*)

La marcada proliferación de inversionistas sofisticados en la actualidad empresarial dio origen a una tendencia denominada “activismo de los accionistas” o *shareholder activism*, por su término en inglés, que largamente consiste en la intervención activa de un sector de accionistas minoritarios para lograr, y en ocasiones forzar, el cumplimiento de objetivos alineados a sus intereses en la compañía⁹⁷.

En este fenómeno protagonizado principalmente por los fondos de capital privado y emprendedor, así como los fondos de inversión y otros inversionistas institucionales⁹⁸, los accionistas activistas despliegan ofensivamente los derechos inherentes a su “estatus” en la compañía⁹⁹ para lograr cambios sustanciales en la estructura corporativa, como el relevo y reemplazo de miembros de la junta directiva, la venta de activos fundamentales, ramas del negocio o de la misma compañía y procurar ventajas para sí, siempre dependiendo de la concepción bajo la cual interpreten sus roles como accionistas¹⁰⁰.

95 Caley Petrucci, “Equal Treatment Agreements: Theory, Evidence & Policy”, *Yale Journal on Regulation*, n.º. 40 (enero de 2023): 620-87, https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20_500.13051/18299/Caley%20Petrucci%20Equal%20Treatment%20Agreements%20Theory%20Evidence%20%20Policy.pdf.

96 Jill E. Fisch y Steven Davidoff Solomon, “Dual Class Stock”, *Law Working Paper, European Corporate Governance Institute*, n.º. 715 (2023): 22, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/dualclassstock_0.pdf.

97 Dario Laguado y María Isaza “Del activismo de los accionistas al ‘re-activismo’ de los accionistas: una visión desde Colombia y América Latina”, *SSRN Electronic Journal*, (noviembre de 2014), <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2591576>.

98 Roberto J. Santillán Salgado y Norma A. Hernández Perales, “Generalidades sobre los fondos de capital privado y de capital emprendedor: una visión actualizada de la industria y de su entorno en México”, *Munich Personal RePEc Archive* (2011), <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/27815>.

99 Tullio Ascarelli, *Principios y problemas de las sociedades anónimas* (Ciudad de México: Imprenta Universitaria, 1951), 46-47.

100 Simone Alvaro, Marco Maugeri y Giovanni Strampelli, “Institutional Investors, Corporate Governance and Stewardship Codes”, *Quadernici Giuridici*, n.º. 19 (enero de 2019): 3-78, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3393780.

El activismo accionarial se consolida en la actualidad como una característica de los mercados financieros¹⁰¹ que permite reestudiar el alcance de la teoría de agencia y gobierno corporativo. Su importancia en la actualidad es indiscutible y parece derivar de cuatro principales razones de índole práctica: (i) la implementación —o no— de sus iniciativas acarrea usualmente consecuencias financieras significativas que podrían comprometer tanto la relación entre accionistas y directores como la vida misma de la compañía; (ii) sus iniciativas son precedidas por un profundo análisis financiero de mercado¹⁰², lo cual atrae a otros accionistas votantes en las asambleas e incrementa las posibilidades de implementación; (iii) aspiran y priorizan iniciativas que generarían significativo valor a corto plazo¹⁰³; y (iv) cuentan con los recursos para litigar en favor de sus intereses, aun ante los costos considerables y desafíos legales en jurisdicciones¹⁰⁴.

Ahora bien, los accionistas activistas frecuentemente recurren a contratos celebrados tanto con la compañía como con el resto o parte de los socios con el propósito de facilitar el desempeño de su comportamiento activo en la sociedad mercantil, lo cual ocurre antes de invertir en la compañía¹⁰⁵. La anticipación de garantías contractuales para un inversionista activista es de capital importancia para este, y las usualmente significativas cuantías de sus inversiones junto con circunstancias societarias como la necesidad de capital les permitirán efectivamente imponer tales garantías como condición imperativa antes de su ingreso formal como accionistas de la compañía. Asimismo, puesto que los inversionistas sofisticados en su mayoría se consolidan como accionistas de una compañía en condición de minoría, sus garantías contractuales se combinan con las normas de protección a los accionistas minoritarios en contra de abusos de la mayoría. En consecuencia, un inversionista activista detenta un amplio poder para influenciar los asuntos de la compañía¹⁰⁶.

Las cláusulas contractuales negociadas y efectivamente celebradas en obsequio de los accionistas activistas, tanto por la validez jurídica de los contratos como por la influencia determinante de un accionista activista, aparejan un refuerzo de las obligaciones inherentes a la relación de agencia entre los directores de la compañía y el accionista activista, en tanto aquellas obligaciones fiduciarias encuentran una determinación fáctica en situaciones específicas que involucren al accionista activista.

101 *Ibid.*, 11.

102 Laguado e Isaza, “Del activismo de los accionistas”, 5.

103 Fisch y Solomon, “Dual Class Stock”, 9.

104 Cf., David Núñez y Diego Pardow, “¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa”, *Estudios Públicos*, n.º 118 (agosto de 2018): 229-82, <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/404>.

105 Alvaro, Maugeri y Strampelli, “Institutional Investors”, 17.

106 Laguado e Isaza, “Del activismo de los accionistas”, 7.

Como corolario de lo anterior, pactos parasocietarios celebrados entre un accionista activista y la compañía u otros accionistas ordinariamente estipularán cláusulas que dispongan la limitación de discreción de los directores y la sustituyan por una obligación de someter decisiones a consideración de asambleas de accionistas; derechos para el accionista activista a nombrar, relevar y reemplazar miembros de la junta directiva; otorgamiento al accionista activista de la posibilidad de convocar asambleas extraordinarias; derechos de voto preferente para el inversionista activista; derechos de votos; primas preferentes ante la posibilidad de venta del activo social; derechos de preferencia que permitan al socio activista la adquisición de acciones que la compañía planea emitir para captar capital; derecho del accionista activista al veto de modificaciones estatutarias adversas —llamadas *special containment clauses*—¹⁰⁷, entre otros.

3.3 SALIDA (*EXIT*) O VENTA DE LA EMPRESA COMO NEGOCIO EN MARCHA O *GOING CONCERN*

Sin duda alguna, uno de los momentos más culminantes y representativos para una compañía, su junta directiva y accionistas es la presentación de oportunidades de venta del activo social en su totalidad, como negocio en marcha o *going concern*. Nótese la referencia a la presentación de oportunidades de venta, pues es este el momento en el que los mecanismos societarios y los convenios contractuales suelen ponerse en funcionamiento por las partes interesadas.

Doctrina reciente resume la aproximación al estudio de los deberes fiduciarios según tres momentos fundamentales: (i) la fase de tratos preliminares, con los deberes de información, confidencialidad y de “no abandonar injustificadamente las negociaciones”; (ii) la fase denominada “preparatoria” del contrato, en la cual se reafirman los deberes anteriores y se añaden otros deberes como *due diligence*, que consiste en un examen jurídico y contable de las circunstancias del caso, activos del negocio y patrimonio social de la compañía *target* al momento de la adquisición¹⁰⁸; y (iii) la fase tras la firma del contrato de adquisición¹⁰⁹. En Delaware, en toda transacción que comporte la venta o cambio de control en la compañía, la junta directiva debe observar los llamados deberes *Revlon* o *Revlon duties*, que largamente imponen la maximización

107 Alvaro, Maugeri y Strampelli, “Institutional Investors”, 17.

108 Rodolfo G. Papa, “La estructuración de “fusiones y adquisiciones” en la industria de la moda”, *Cuadernos, Centro de Estudios en Diseño y Comunicación*, n.º. 181 (2023/2024): 243, <https://dspace.palermo.edu/ojs/index.php/cdc/article/view/9247>.

109 Santiago Hierro Anibarro y Alejandro Martín Zamarriego, “Los deberes de los administradores de las sociedades implicadas en operaciones de M&A”, *InDret* 1, n.º. 2024 (enero de 2024): 21 y ss, <https://indret.com/los-deberes-de-los-administradores-de-las-sociedades-implicadas-en-operaciones-de-ma>.

de valor de la compañía al negociar una transacción de aquella naturaleza¹¹⁰.

Sin embargo, en ofertas hostiles de adquisición o *hostile takeovers*, prevalentes en los mercados de valores y que Armour y Skeel denominan “la amenaza nuclear de derecho corporativo, el más dramático de los mecanismos de gobierno corporativo”¹¹¹, los deberes fiduciarios cambian drásticamente desde la óptica de dos importantes tendencias: la americana y la británica.

En Estados Unidos, y principalmente siguiendo la línea jurisprudencial de Delaware, desde el criterio precursor dispuesto por la célebre decisión de la Corte en el caso *Unocal c. Mesa Petroleum Co.* del año 1985, las juntas directivas tienen la prerrogativa de desplegar mecanismos de defensa única que observen dos reglas: (i) que la medida sea en respuesta a la amenaza de una oferta de adquisición que perciba peligrosa para la empresa; y (ii) que la medida de retaliación sea razonable según las circunstancias¹¹², por ejemplo, la búsqueda de una nueva y más favorable oferta de adquisición (*white knight offer*).

En el Reino Unido, sin embargo, prefiriendo un modelo de autorregulación, se elabora la llamada “regla de pasividad” o *board neutrality rule*, seguida por el derecho colombiano, la cual prohíbe a los directores “adoptar medidas que puedan frustrar el éxito de la OPA [oferta pública de adquisición]”¹¹³.

Indudablemente, los estudios en torno a los deberes fiduciarios de los administradores en el contexto de una fusión o adquisición hasta la actualidad se centran, naturalmente, en compañías cotizadas en mercados bursátiles. Sin embargo, en la temática que ocupa la presente investigación, a saber, la personalización contractualmente predefinida de los deberes fiduciarios de los administradores, inversionistas sofisticados fuera del mercado de valores recurren ordinariamente a convenios para asegurar sus derechos al momento de una *exit* o venta de la empresa, y del mismo modo configuran los deberes fiduciarios de los administradores.

En general, para la preservación de sus derechos, los inversionistas sofisticados procurarán derechos especiales ante eventos de *exit*, como el pago de primas especiales e incluso primas de control¹¹⁴, lo cual impone que los directores

110 William M. Lafferty, Lisa A. Schmidt y Donald J. Wolfe Jr., “A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law”, *Dickinson Law Review* 116 (enero de 2012): 825, <https://www.pennstatelawreview.org/print-issues/articles/a-brief-introduction-to-the-fiduciary-duties-of-directors-under-delaware-law>.

111 John Armour y David A. Skeel Jr., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *The Georgetown Law Journal* 95 (enero de 2007): 1733, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928928.

112 *Unocal c. Mesa Petroleum Co.*, Supreme Court of Delaware, 10 de junio de 1985.

113 Sergio Carreño Mendoza, “Adquisiciones hostiles y el rol de los administradores: La regla de la pasividad en el derecho colombiano”, *Universitas Juridica* 72 (agosto 2023): 4, <https://revistas.javeriana.edu.co/index.php/vnijuri/article/view/37518>.

114 Laguado e Isaza, “Del activismo de los accionistas”, 4.

deban activamente asegurar el pago de las referidas primas en un contexto potencialmente desafiante, ante otros accionistas que probablemente cobrarían menos que el accionista beneficiado. Esto podría incluso desmotivar a la junta directiva de recomendar la venta de la compañía a sus accionistas, si esa fuera la agenda del inversionista sofisticado.

Asimismo, también los accionistas, y particularmente aquellos tenedores de acciones preferidas, utilizan cláusulas de preferencia en la liquidación para recibir dividendos acumulados no cobrados más el precio pagado¹¹⁵, lo cual nuevamente constituye una parte del contenido de los deberes de los directores que no solo pudieran comprometer sus relaciones con el resto del accionariado, sino que también pudiera poner en riesgo la misma transacción, pues el pago de dividendos de acuerdo con una cláusula de preferencia en la liquidación necesariamente afectará los activos líquidos y el flujo de caja de la compañía, de capital importancia para el comprador.

Otras cláusulas prevalentes en acuerdos entre accionistas para eventos de potencial venta de la compañía son las denominadas *drag-along* y *tag-along*. Las cláusulas *drag-along* permiten a un accionista, usualmente mayoritario o controlante, “forzar a los accionistas a vender sus acciones al mismo precio y bajo los mismos términos”¹¹⁶ según los cuales el accionista vendedor enajena sus acciones, mientras que las cláusulas *tag-along*, más orientadas a accionistas minoritarios como la extensa mayoría de inversionistas sofisticados, ofrecen al accionista ejercitante la oportunidad de adherirse a una transacción de venta de acciones propuesta por otro accionista bajo los mismos términos, condiciones y precio que el accionista vendedor¹¹⁷.

La situación, nuevamente, es de particular desafío para los directores de compañías con estructuras de capital que incorporen distintas acciones con diferentes derechos. Ante tal escenario, en nuestra opinión, los directores poseen dos alternativas destacables para satisfacer sus deberes bajo tales convenios: (i) alcanzar un acuerdo con los accionistas e inversionistas sobre un precio común para todo el accionariado y factible para el comprador; o (ii) lograr que el comprador acepte pagar un precio unitario y acuerde los mismos términos para todas las clases de accionistas.

3.4 INSOLVENCIA O DIFICULTAD FINANCIERA

115 Bafico, “Términos, cláusulas y condiciones”, 44.

116 The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions”, *The Business Lawyer* 65, n.º. 4 (agosto de 2010): 1182, <https://www.jstor.org/stable/25758511>.

117 Ibid.

La situación final bajo la cual examinaremos el comportamiento práctico de los contratos tendientes a originar un contenido personalizado de los deberes de los directores es la insolvencia o dificultad financiera, situación de frecuencia indiscutible en compañías que se enfrentan a mercados volátiles. A efectos de la presente investigación, entenderemos la palabra *insolvencia* en un sentido amplio que incluya, sin limitación, la falta de liquidez, cesación de pagos, insuficiencia de activos para la satisfacción de obligaciones, entre otras acepciones¹¹⁸.

Para la preservación de los derechos de los acreedores, diferentes jurisdicciones emplean una estrategia consistente en, siguiendo a Gurrea-Martínez, la imposición de deberes especiales a los directores que variarán de acuerdo con la situación financiera de la compañía: (i) cuando la compañía es solvente; (ii) cuando la compañía permanece solvente, pero comienza a enfrentar o prever problemas financieros; (iii) cuando la compañía se encuentra insolvente, pero sin encontrarse inmersa en un procedimiento formal de insolvencia; y (iv) cuando la compañía se halla sujeta a un procedimiento formal de insolvencia¹¹⁹.

En cuanto a los deberes específicos de los directores de compañías en situación de insolvencia, el panorama cambia según la familia jurídica a la cual pertenezca el sistema analizado. En jurisdicciones de *common law*, los directores de una compañía insolvente se encuentran sometidos a un deber general de actuar en favor de los acreedores, que fue creado por la amplia jurisprudencia o *case law* al efecto y, según Keay, comporta un “viraje de la naturaleza de las obligaciones de los directores al punto en el cual deben considerar los intereses de los acreedores”¹²⁰ cuando la compañía está en estrés financiero. Esta tesis la suscribe moderadamente el Estado de Delaware con las decisiones por parte de los tribunales en los casos Guth c. Loft, Inc. en 1939 y Adlerstein c. Wertheimer en 2022¹²¹.

En Latinoamérica, sin embargo, se ha preferido el llamado “deber de recapitalizar o liquidar”, el cual impone a los directores la búsqueda de financiamiento para la reposición del capital perdido o la liquidación del activo social para la

118 Para una muy útil evolución del concepto de *insolvencia* según las propuestas de sistemas jurídicos en el derecho comparado y Colombia, ver Gustavo Gómez Cuberos, “Insolvencia: evolución de un concepto”, *Revista de Derecho Privado* 34 (enero de 2005): 27-54, <https://repositorio.uniandes.edu.co/entities/publication/19d6643f-07a9-4887-8a23-b17a-5d4a51d4>.

119 Aurelio Gurrea-Martínez, “Towards an Optimal Model of Directors’ Duties in the Zone of Insolvency: An Economic and Comparative Approach”, *Journal of Corporate Law Studies* 21, n.º. 1 (abril 2021): 3, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14735970.2021.1943934>.

120 Andrew Keay, “The Shifting of Directors’ Duties in the Vicinity of Insolvency”, *International Insolvency Review* 24, n.º. 2 (junio de 2015): 145-6, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/iir.1236>.

121 Schmidt y Wolfe, “A Brief Introduction”, 841.

satisfacción de las obligaciones¹²², mientras que la administración se sujetará a una contraloría exhaustiva en caso de iniciar un procedimiento formal de insolvencia.

Ahora bien, en cuanto al *fiduciary tailoring* se refiere, su interacción con las leyes de insolvencia y los derechos de los acreedores en jurisdicciones de América Latina enfrenta un panorama particular. Al concurrir los acreedores y sus intereses en la determinación de los deberes fiduciarios de los directores de una sociedad insolvente, la junta directiva en efecto es deudora de deberes fiduciarios tanto a los accionistas como a los acreedores. En consecuencia, las garantías en caso de insolvencia que inversionistas sofisticados aseguren para sí *ex ante* —por ejemplo, preferencias prenegociadas, modos de pago, etc.—, aun con la displicencia e incluso promoción de los directores, podrán observar su propósito frustrado ante la concurrencia de acreedores ejerciendo sus intereses.

Se arriba a la pretérita conclusión sin olvidar que aquellas garantías *ex ante* son procuradas por los inversionistas sofisticados por medio de contratos y, específicamente, pactos parasociales. Sin embargo, dada la tendencia actual por parte de nuevas leyes de insolvencia en América Latina¹²³ y guardando una similitud con alguna jurisprudencia en jurisdicciones de *common law*, el régimen de insolvencia es “inmune de interferencia por parte de acuerdos privados porque [los procedimientos de insolvencia] afectarían derechos de terceros”¹²⁴.

Es en situaciones de insolvencia, ya previsible o efectiva, en las que la consagración de garantías *ex ante* para inversionistas sofisticados por medio de cláusulas que comportarían modificaciones a los deberes fiduciarios de los directores resulta menos efectiva que en el resto de las situaciones examinadas.

4. CONCLUSIÓN

Al introducir el presente tema se propuso dilucidar largamente el qué y el cómo del *fiduciary tailoring* según la perspectiva latinoamericana. En ese sentido, la personalización contractual de los deberes fiduciarios precisamente en cuanto manifestación fundamental del *contractarian governance* o gobierno corporativo contractual, aunque extraña a la doctrina continental, es un fenómeno que encuentra un lugar en jurisdicciones de América Latina tanto

122 Aurelio Gurrea-Martínez, “The Myth of Debtor-Friendly or Creditor-Friendly Insolvency Systems: Evidence from a New Global Insolvency Index”, *Singapore Management University Yong Pung How School of Law Research Paper* 4/23 (agosto de 2023): 36, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4557414>.

123 Gurrea-Martínez, “The Myth of Debtor-Friendly”, 36-38.

124 Rita Cheung, “Shareholders’ Agreements: Shareholders’ Contractual Freedom in Company Law”, *Journal of Business Law*, n.º. 6 (enero de 2012): 515, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2606645.

por la libertad contractual que reviste las relaciones particulares como por la abstracción del derecho societario, el cual necesariamente invita a las partes a normar sus relaciones privadas dentro de la sociedad y sin perjuicio a los derechos de terceros.

La más importante conclusión de este trabajo se resuelve sobre la idea de que, en Latinoamérica, guardando cierta similitud con las leyes de Delaware, el contenido de los deberes fiduciarios de los administradores es dinámico y cambiante en función de distintas realidades de la compañía sobre las cuales inversionistas sofisticados pueden contratar.

Al intervenir inversionistas sofisticados, sus demandas se traducirán en manifestaciones contractuales que definirán el contenido de los deberes fiduciarios de los directores ante situaciones específicas y, en consecuencia, su responsabilidad. En efecto, hemos puesto en evidencia que el contenido abstracto de la consagración normativa de los deberes fiduciarios de cuidado y lealtad permite a inversionistas sofisticados recurrir a pactos parasocietarios para la determinación de su contenido y, sobre todo, las obligaciones específicas que recaen sobre los directores ante situaciones contractualmente predeterminadas.

Ahora bien, a pesar de la justificación teórica y deseabilidad práctica antes explicadas del presente tema para inversionistas sofisticados, así como el significativo riesgo financiero y reputacional que padecería una compañía que incumple convenios con sus inversionistas, la eficacia de los pactos parasociales en América Latina continúa, como las anteriores líneas resaltan, en disputa.

Contrario a las soluciones propuestas por la DGCL, consistente en el reconocimiento de la validez y eficacia de los pactos parasociales entre accionistas, en América Latina el tema de la personalización contractual de deberes fiduciarios continúa como una asignación pendiente.

Específicamente en Ecuador, por ejemplo, aún después de las importantes enmiendas a la Ley de Compañías y a pesar del válido argumento en que el artículo 1 de tal cuerpo normativo contempla a los “convenios de las partes” como una fuente de derecho societario¹²⁵, el texto expreso de la ley en la actualidad impide la sugerencia o inferencia de la permisibilidad de los pactos parasociales, tendencia a la cual se adscriben, sin sorpresa alguna, virtualmente la mayoría de los ordenamientos jurídicos societarios en América Latina. El auge de las sociedades por acciones simplificadas, aunque actualmente sujetas a un amplio y oportuno análisis jurídico y presentando ventajas prácticas en

125 Artículo 1, Ley de Modernización a la Ley de Compañías, 2020.

simplicidad y eficiencia registral¹²⁶, en ausencia de información estadística verificable en este particular, no nos parece persuasivo en cuanto a validez, eficacia y oponibilidad de los acuerdos parasocietarios a partes no suscribientes o a la misma sociedad sin distinción en función del tipo.

En consecuencia, entre tanto la eficacia y validez de los pactos parasociales se encuentre en juicio y sin una solución legislativa aceptada por una cuantiosa mayoría de países en el continente, la práctica más conveniente para inversionistas sofisticados es acaso la enmienda estatutaria o también inclusión de la compañía como parte del acuerdo de accionistas y depositaria de una copia de este.

Negar la dimensión jurídica contractual del gobierno corporativo y la posibilidad de definir contractualmente las obligaciones fiduciarias inherentes a los deberes de los directores sería, a criterio del presente artículo, un error que redundaría en la efectiva limitación a las posibilidades conferidas a inversionistas sofisticados para administrar, distribuir y asumir los riesgos inherentes a las operaciones comerciales y no podría sino resultar en la pérdida de valor de compañías. La mayoría de las legislaciones de América Latina derivarían beneficios importantes de adoptarse un esquema de eficacia y validez de pactos parasociales que permita la introducción de mecanismos de *fiduciary tailoring* para la armonización de las relaciones entre accionistas, inversionistas sofisticados y la junta directiva, así como la mitigación de los problemas de agencia que enfrentan con particular riesgo las compañías en Latinoamérica.

126 Paúl Noboa Velasco y Esteban Ortiz Mena, "Elementos característicos de las sociedades por acciones simplificadas en Ecuador", *SSRN Electronic Journal* (abril de 2020) <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3582137>.