

# **ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO DE INSPECCIÓN**

**PAULINA FIGUEROA ZULETA**

**NATALIA GIL QUINTERO**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**ESCUELA DE DERECHO**

**MEDELLÍN**

**2011**

**ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO DE INSPECCIÓN**

**PAULINA FIGUEROA ZULETA**

**NATALIA GIL QUINTERO**

**Trabajo de Grado para optar por el título de  
Abogados**

**Asesora:**

**MARIA HELENA FRANCO VARGAS**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**ESCUELA DE DERECHO**

**MEDELLÍN**

**2011**

## CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	5
1. DE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA ENTRE ACCIONISTAS Y ADMINISTRADORES.....	11
1.1 De la Teoría del Principal y el Agente.....	12
1.2 De la aplicación de la Teoría del Principal y el Agente al ámbito societario .....	21
1.3 De los costos de transacción y la disminución de la eficiencia.....	29
2. EL DERECHO COMO MECANISMO PARA REDUCIR LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN.....	32
2.1 Experiencia y normatividad internacional:.....	40
2.1.1 Un problema de actualidad e importancia radical .....	40
2.1.2 Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en materia de gobierno corporativo (GC) .....	50
2.2 Normatividad nacional .....	61
2.2.1 Herramientas de control en cabeza de la sociedad .....	61
2.2.2 Herramientas de control en cabeza de los accionistas individualmente considerados .....	75
2.3 El aporte del derecho a la disminución de los costos de transacción.....	82
2.4 Los efectos de las normas que reducen costos de transacción .....	85
3. ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA DEL DERECHO DE INSPECCIÓN.....	88
3.1 De los bienes públicos y El problema del usuario que no paga.....	92
3.1.1 “El derecho de inspección” entendido como un “bien público” .....	96
3.1.2 De las ineficiencias en la provisión del derecho de inspección .....	97

4. PROPUESTAS GENERALES PARA EL CASO CONCRETO DEL DERECHO DE INSPECCIÓN .....	103
4.1    Acuerdos voluntarios y sus implicaciones en el derecho societario.....	103
4.2    Del “dilema del prisionero” .....	109
5. CONCLUSIONES.....	121
6. BIBLIOGRAFÍA.....	125

## INTRODUCCIÓN

Existen diversas teorías que muestran la conjunción entre la ciencia económica y el derecho, al señalar como la economía ha contribuido al análisis del derecho y, como éste transforma el pensamiento económico, particularmente desde la perspectiva institucionalista<sup>1</sup>.

Para la realización de este trabajo, se ha considerado relevante el aporte de las corrientes que explican la interdisciplinariedad entre el derecho y la economía, sin intentar demostrar la prevalencia de alguna de las dos ciencias. En este sentido, en el presente estudio se reflexiona sobre la función de control que cumplen los accionistas en las sociedades de capital, al cuestionar la idea común de que el único interés de los socios es recibir la retribución en dividendos a cambio de su inversión. A los inversionistas sociales, además de encomendárseles la tarea de formar la voluntad social de la compañía, se les ha asignado la función de vigilancia sobre el comportamiento de los gestores sociales.

En este sentido, es válido formularse desde qué momento cobra mayor ímpetu esta función de control en cabeza de los accionistas. Si bien, este tópico se desarrollará más adelante, vale la pena señalar que la tarea de fiscalización que adelantan los inversores sociales sobre las labores de los administradores viene

---

<sup>1</sup> Esta reflexión ha cobrado protagonismo en lo que se conoce como “El Análisis Económico del Derecho”, proyecto institucionalizado en el panorama jurídico contemporáneo, el cual considera que existe entre las ciencias del derecho y la economía una estrecha interrelación de carácter institucional. Ver más en BEJARANO, Jesús Antonio. El análisis económico del derecho: Comentarios sobre textos básicos. En: Revista de Economía Institucional. No 1; Bogotá (nov 1999), p. 155.

dada por el problema que la literatura económica ha denominado problema de agencia<sup>2</sup>.

Como podrá observarse a lo largo del presente escrito, la relación existente entre accionistas y administradores sociales se refleja en la teoría de la agencia y los problemas a los que ella alude. En efecto, el problema de agencia circunscrito al ámbito societario, radica en que si bien, la propiedad de la empresa pertenece a los inversionistas sociales, el control, es decir, la facultad de decidir corresponde a los directores profesionales que, en ocasiones, no poseen la calidad de propietarios<sup>3</sup>.

En este orden de ideas, se puede afirmar que el problema más importante que encierra el contrato societario es su característica de larga duración y de ser incompleto, lo que produce que los administradores tengan incentivos para incurrir en conductas oportunistas<sup>4</sup> puesto que no sólo conocen la forma en que funciona el negocio social, sino que también tienen la posibilidad de acceder y ocultar a los inversionistas información privilegiada sobre la compañía y sus operaciones.

Por lo tanto, dada la información asimétrica, predicable al problema de agencia, la línea argumentativa que se desarrolla en este trabajo consiste en advertir que esta carencia de información no sólo se manifiesta como una falla del mercado sino que, adicionalmente, ocasiona una ineficiencia intrínseca en el contrato social en

---

<sup>2</sup> Expresado en términos generales, el planteamiento de esta teoría alude a los problemas que tienden a aparecer en aquellos casos en que el bienestar de un sujeto, llamado *principal*, se encuentra condicionado a las acciones desplegadas por un tercero, denominado *agente*.

<sup>3</sup> La separación entre la propiedad y el control de una empresa corresponde al paradigma identificado por Adolph Berle y Gardiner Means en la década de los treinta que se conoce con el nombre de "*separation of ownership from control*" o la separación entre la propiedad accionaria y el control.

<sup>4</sup> "El oportunismo es un fenómeno que implica la posibilidad de que alguna de las partes incumpla su promesa o se aproveche de su situación para adoptar una acción que vulnera el espíritu de lo pactado contractualmente (...) El problema del oportunismo se observa en todos los contratos en los cuales las prestaciones tienen lugar de manera secuencial y no simultánea". COLOMA, G. Apuntes para el análisis económico del derecho privado argentino. Buenos Aires: Universidad del CEMA, 1999. págs. 59-60.

tanto aumenta los costos de transacción;<sup>5</sup> los cuales en materia de administradores y accionistas se reflejan como los valores que dejan de percibir los inversionistas por la ejecución incompleta de las prestaciones esperadas por el gestor social.

En este sentido se observa que algunas normas jurídicas, de contenido económico, resultan ser eficientes en cuanto permiten aminorar la posibilidad de que los administradores desplieguen conductas oportunistas que se traduzcan en la expropiación del capital social de la empresa. De esta forma, en las siguientes líneas se busca demostrar como la institución del derecho se constituye en una herramienta fundamental para atacar los denominados problemas de agencia y por lo tanto, se manifiesta en una solución óptima para reducir los costos de transacción.

De hecho, los mecanismos que permiten reducir las actuaciones oportunistas de los administradores están radicados unos, en cabeza del ente societario como tal y otros, asignados exclusivamente a los accionistas. En este contexto, dentro de los controles que han sido atribuidos a los accionistas encontramos dos, a saber: i) el ejercicio del derecho de inspección y ii) las acciones procesales que los mismos pueden adelantar, tales como la acción social de responsabilidad y la impugnación de actas sociales. Vale la pena resaltar que en este trabajo únicamente se analizará la figura del derecho de inspección ya que en principio, es posible afirmar que todos los socios estarán de acuerdo en costear un procedimiento que resulte ser eficiente a la hora de ejercer fiscalización en tanto que las bondades

---

<sup>5</sup> Para North los costos de transacción se definen como “los recursos necesarios para medir tanto los atributos físicos como legales de los bienes que se están cambiando, los costos de vigilar, patrullar y hacer cumplir los acuerdos y la incertidumbre que refleja el grado de imperfección en la medición y cumplimiento de los términos de intercambio”. NORTH, Douglass C. Instituciones, cambio institucional y desempeño económico. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1993. p. 33.

que resultan de realizar una inspección calificada se distribuyen sobre todos los accionistas de la sociedad.

En este punto es relevante precisar que si bien, algunas las normas jurídicas solucionan parcialmente las ineficiencias fruto de la relación de agencia entre administradores y accionistas, paralelamente incrementan los costos de agencia<sup>6</sup> en los que deben incurrir el principal para controlar al agente.

Teniendo en cuenta los anteriores supuestos, lo que se pretende con este trabajo es demostrar que, bajo una perspectiva económica, por regla general, los inversionistas sociales no ejercen un control eficiente sobre los administradores, ya sea porque tal vigilancia no se provee o no se sufraga por la totalidad de los accionistas, dando lugar a ello al problema del usuario que no paga<sup>7</sup> o bien, porque ninguno de ellos lo ejerce, aumentando así la probabilidad de que los administradores incurran en conductas oportunistas o desleales.

Dentro de este contexto, la solución óptima que se propone para controlar el oportunismo de los administradores y reducir los costos de agencia en torno a la estructura del órgano de administración, consiste en que todos los accionistas sufraguen el costo de proveer el bien público “derecho de inspección” a través de la suscripción de un acuerdo voluntario que estipule la manera de financiar esa expensa común y la forma de proveer dicho bien. Para estos efectos, el presente escrito buscará demostrar como en algunos sistemas comunitarios es necesaria la

---

<sup>6</sup> En el particular, los costos de agencia en los que tienen que incurrir los accionistas para ejercer una inspección cualificada consisten, por un lado, en sufragar, por lo mínimo, los honorarios de un profesional en derecho y de un contador público que interpreten los documentos jurídico-contables de la compañía, los cuales permiten conocer el estado actual de los negocios sociales y, por otro, el tiempo que deben invertir los asociados para desplegar dicha fiscalización cualificada; tiempo que en términos económicos puede ser valorado como un costo de oportunidad, entendido como aquello a lo que un agente económico renuncia cuando toma una decisión y no otra.

<sup>7</sup> En la literatura económica norteamericana se ha denominado este fenómeno bajo la expresión “free rider”.



cooperación por encima de la competencia, y para ello, se hará uso de las herramientas económicas que brinda la teoría de juegos, especialmente mediante el modelo de conflicto social denominado el “dilema del prisionero”.

En la medida en que el objeto de este escrito consiste en replantear la conducta de los accionistas frente a la forma en aquellos ejercen la inspección sobre los libros sociales y, dada la constante preocupación de la teoría económica por comprender el comportamiento de los agentes económicos y el entorno que los rodea, es posible afirmar que la economía se constituye en una ciencia de obligatoria referencia para obtener el cabal cumplimiento de los objetivos planteados con el presente trabajo.

En este sentido, el alcance y el propósito del trabajo es mostrar la relación dinámica que existe entre el derecho y la economía puesto que a partir de las herramientas que brinda la economía será posible enseñar que, dentro del ámbito societario, los acuerdos voluntarios funcionan como un mecanismo óptimo para la colectividad de accionistas a la hora de proveer el bien público denominado “derecho de inspección”. Este enfoque consiste en demostrar cómo el análisis económico del derecho es una herramienta útil para identificar los impactos de las normas en las instituciones sociales y la conducta esperada de los individuos frente a las mismas.

Para dar cumplimiento a tal fin, nos proponemos fragmentar el escrito en cuatro capítulos: En el primero de ellos se presenta una revisión, desde el ámbito de las ciencias económicas, de la teoría de agencia y cómo se refleja en la relación existente entre accionistas y administradores sociales. En este sentido, se hará referencia a los problemas de información asimétrica, costos de agencia, riesgo moral, conflictos de interés, entre otros. Agotada esta sección, se habrán tratado importantes herramientas para abordar el segundo capítulo del documento, en el cual se desarrolla, de manera general, aquellas normas jurídicas que al cumplir

funciones económicas, permiten aminorar la ineficiencia y los costos de transacción predicables de la relación de agencia. Para ello se tendrá en cuenta la legislación colombiana y las circunstancias fácticas que en las últimas décadas han estimulado la creación de normas a nivel internacional.

En el tercer capítulo, se demostrará, las ineficiencias que presenta la provisión del bien público “derecho de inspección”. Para estos efectos, se abordará los planteamientos de la teoría económica en cuanto a la definición de los bienes públicos y el problema del usuario que no paga.

Por último, en un cuarto capítulo se demostrará que el derecho de inspección se puede tornar más eficiente, siempre y cuando la totalidad de los accionistas suscriban un acuerdo privado, de naturaleza societaria, que permita definir la forma y las condiciones en que se proveerá este bien público. Para llegar a ésta solución óptima se utilizarán las herramientas que brinda la teoría de juegos, específicamente bajo el planteamiento del dilema del prisionero.

Finalmente, se presentan algunas conclusiones en torno a lo debatido.

## **1. DE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA ENTRE ACCIONISTAS Y ADMINISTRADORES**

Hoy en día, las empresas deben enfrentar realidades de índole social, política y económica que les exigen transformaciones y reinversiones continuas en aras de adaptar el proceso de toma de decisiones de sus directivos y su forma de actuar a estos modernos escenarios.

Se trata pues, del “surgimiento de nuevas formas de relacionarse comercialmente, nuevos esquemas de propiedad y de riesgos, manifiestos en un ambiente de inestabilidad creciente para las empresas, que exige propuestas novedosas que respondan a estas circunstancias de realidad”<sup>8</sup>. En este sentido, vale la pena destacar uno de los rasgos que se impone actualmente con mayor fuerza en los países de estructuras societarias más desarrolladas, donde se observa una tendencia a sustituir las sociedades mercantiles, dirigidas y gestionadas directamente por sus asociados, por empresas diferentes, en las cuales los socios suelen ser inversionistas ajenos al control y dirección de los negocios u operaciones de la persona jurídica. De otro lado, los administradores han pasado de ser simples mandatarios, para convertirse en gestores expertos que conocen a profundidad no sólo la empresa que dirigen, y cada una de las operaciones por ella efectuada, sino también la industria y el mercado en el que aquella se desenvuelve. Por tal razón, el buen desempeño de la sociedad y la rentabilidad de sus inversiones va a depender, en gran medida, del criterio, buena fe, lealtad y diligencia con la que actúen sus administradores.

---

<sup>8</sup> SANABRIA, Pedro E. Gobierno Corporativo: Discurso o práctica empresarial. *En*: Management. Vol. 15, No. 26; (jul-dic 2006), p. 131.

En este orden de ideas, es posible afirmar que si bien esta forma de organización societaria, en la que la propiedad se encuentra escindida del control, ha permitido la aparición de las grandes estructuras empresariales que hoy en día existen, también es cierto que a ella le son inherentes una serie de riesgos asociados a las actuaciones oportunistas que pueden llegar a desplegar sus directivos fruto, de un lado, de la alta concentración de poder que obtienen y, de otro, del bajo grado de control que sobre ellos pueden ejercer los socios o la ineficiencia del mismo.

Este conflicto “accionistas-administradores” se enmarca dentro de lo que los economistas han llamado la teoría del principal y el agente, que alude al problema “que surge cuando los directivos (agentes) persiguen sus propios objetivos, incluso aunque eso suponga para los propietarios de la empresa (los principales) obtener menos beneficios”<sup>9</sup>. Este planteamiento se corresponde con el paradigma identificado por Berle y Means en la década de los treinta, según estos autores, existe un antagonismo entre los dueños del capital social y los administradores que suele presentarse debido a la gran dilución de la propiedad accionaria<sup>10</sup>.

## **1.1 DE LA TEORÍA DEL PRINCIPAL Y EL AGENTE**

Una de las formas más importantes en que los individuos interactúan en sociedad es a través de los intercambios económicos, los cuales son factibles gracias a que los sujetos involucrados en ellos valoran de manera diferente un mismo bien o servicio. Así, quien vende un bien o presta un servicio aprecia más el dinero que va a recibir a cambio, mientras que aquel que lo compra o adquiere no valora tanto el dinero que va a entregar como aquello que va a recibir en reemplazo. Según

---

<sup>9</sup> PINDYCK, Robert & RUBINFELD, Daniel L. Microeconomía. Madrid: Pearson Educación S.A., 2001. p. 635.

<sup>10</sup> REYES, Francisco. Derecho societario Tomo I. Bogotá: Temis, 2006. p. 613.

Krause<sup>11</sup>, eso es lo que permite que ambas partes resulten beneficiadas cuando se cumplen las expectativas previas sobre el intercambio. Los economistas llaman a esto “excedente del consumidor” y “excedente del productor”.

Estos intercambios son llevados a cabo mediante la celebración de contratos, los cuales ocupan un papel fundamental en la economía toda vez que brindan las herramientas necesarias para controlar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por las partes pues, como es sabido, aunque *ex ante* ambos sujetos confían en la obtención de un beneficio, *ex post* es factible que no sea así. Es por ello que los contratos deben tender a ser lo más completos posible, aún cuando se sepa de antemano que, en razón de la dificultad de prever ciertas situaciones futuras, no podrán ser totalmente perfectos. En este sentido, Márquez Escobar manifiesta que,

Debido a la racionalidad limitada de los agentes y el oportunismo, todo contrato es incompleto, por ello, es necesario dotarlo de mecanismos *ex post*, para la autocomposición de los conflictos. Los contratos incompletos son aquellos que no especifican un curso de acción dado, una decisión, o los términos de intercambio, contingentes en cada estado de las cosas. El objetivo del derecho de los contratos es disminuir al máximo estas contingencias, y el objetivo de los contratos es planear las circunstancias particulares que rodean toda transacción entre individuos, para así evitar nuevas contingencias futuras no planeadas ni previstas en el derecho<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> KRAUSE, Martín. La teoría del agente y el principal en la estructura de la empresa [online]. En: Revista Libertas. Vol. 33; (2000), p. 1. Véase en <[http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/11\\_8\\_Krause.pdf?referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmartin\\_krause%2F21%2F](http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/11_8_Krause.pdf?referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmartin_krause%2F21%2F)>. Consultado el 19 de agosto de 2011.

<sup>12</sup> MÁRQUEZ, Carlos P. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, 2005. p. 217.

En este orden de ideas, se puede afirmar que un contrato es perfecto cuando prevé todas las contingencias y reacciones a las mismas. Este análisis se enmarca dentro de lo que se ha llamado el enfoque de la economía normativa, cuyo propósito radica en “determinar qué características debe tener el derecho contractual para inducir un comportamiento eficiente de los agentes económicos”<sup>13</sup>. Al respecto, Posner<sup>14</sup> aseveró que las dos funciones básicas del derecho contractual consisten en solucionar los problemas de oportunismo y de contingencias imprevistas, entendidas como situaciones en las que se altera el cumplimiento de las obligaciones contractuales, en el primer caso, de cuenta de alguna de las partes y, en el segundo, debido a un fenómeno exógeno. Por lo anterior, en la medida en que la institución del derecho brinda una solución a estos dos problemas, se impone como una herramienta fundamental para influir en la decisión de las partes no solo de cumplir o no un contrato previamente celebrado, sino también de celebrar o no dicho convenio contractual.

A continuación, se analizan estos conceptos a la luz de lo que la literatura económica ha llamado la teoría del principal y el agente.

Expresado en términos generales, el planteamiento de esta teoría alude a los problemas que tienden a aparecer en aquellos casos en que el bienestar de un sujeto, llamado principal, se encuentra condicionado a las acciones desplegadas por un tercero, denominado agente. Esta situación se presenta puesto que, a través de un contrato de agencia, el principal y el agente acuerdan que este último prestará a favor del primero un servicio, cuya contraprestación supone la remuneración del agente. De acuerdo con el documento *Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*, Jensen y Meckling definen “una relación de agencia como un contrato por medio del cual una o más

---

<sup>13</sup> COLOMA, G. Op. Cit., p. 59.

<sup>14</sup> POSNER, Richard. El análisis económico del derecho. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 2007.

personas, denominadas “principales”, comprometen a una o más personas denominadas “agentes” para que efectúen una actividad en favor de los principales. Este proceso implica que el principal delegue autoridad y asigne responsabilidad para la toma de decisiones del agente”<sup>15</sup>.

Conforme a lo explicado, el intercambio entre agente y principal tiene lugar porque cada una de las partes involucradas en él, valora en mayor medida lo que recibe que lo que da a cambio. Por eso, una de las funciones fundamentales que debe desempeñar el contrato de agencia es la de controlar la conducta de las partes en aras de obtener el cumplimiento del mismo.

En este orden de ideas, para el agente será primordial que el acuerdo suscrito contemple las herramientas suficientes para garantizar que recibirá su pago de acuerdo a lo pactado. En cuanto al principal, el problema radica en que el hecho de delegar autoridad en el agente supone asumir el riesgo de que sus objetivos no sean cumplidos en un cien por ciento. En otras palabras, la esencia del asunto reside en asegurar que el servicio prestado por el agente efectivamente contribuya a la realización de sus intereses, de manera que este último evite sucumbir ante la tentación de alcanzar unos objetivos que en nada coinciden con la labor encargada, pues supondrían la maximización de su bienestar a costa de los recursos del principal.

Así pues, la teoría del principal y el agente plantea una cuestión fundamental, cual es la de disuadir al agente de que actúe en su propio interés, encontrando una fórmula que lo impulse a obrar en beneficio del principal. Claramente, tal panorama hace que este último se vea en la necesidad de controlar el comportamiento desplegado por el agente, situación que va a suponer para el

---

<sup>15</sup> JENSEN, M & MECKLING, W. The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. En: MENDES, Germano. Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009. p. 16.

principal toda una serie de esfuerzos encaminados a diseñar e implementar mecanismos de evaluación, motivación y compensación que permitan alinear los intereses de ambas partes.

Con el propósito de ahondar en los conceptos básicos de esta teoría se puede afirmar, de acuerdo con Gorbaneff<sup>16</sup> la existencia de cuatro factores que la componen, a saber:

1. En primer lugar, aparece la “información asimétrica” que hay entre el principal y el agente, lo que significa que este último tiene mayor conocimiento que el principal acerca de las condiciones de mercado bajo las cuales se efectúa el intercambio económico. La información constituye un factor de importancia radical toda vez que determina la toma de decisiones racionales para los sujetos que interactúan en el mercado, de allí que en ausencia de una información completa las transacciones económicas se tornen ineficientes por cuanto no reflejan las verdaderas preferencias que maximizan el bienestar de los agentes económicos. “La economía denomina esta situación como el problema de la información oculta (*hidden information*) o selección adversa (*adverse selection*)”.<sup>17</sup>

2. Como una segunda forma en que se expresa la asimetría de la información, se puede advertir que la conducta del agente no es observable de manera directa por el principal. Con ello, aparece la posibilidad de que el agente emprenda acciones oportunistas y, en consecuencia, surja el problema de la agencia<sup>18</sup>. “La TAP [o teoría del principal y el agente] caracteriza esta situación como el problema tipo

---

<sup>16</sup> GORBANEFF, Y. Teoría del agente-principal y el mercadeo. En: Revista Universidad EAFIT. No. 129. Medellín; (ene-mar 2010), p. 77.

<sup>17</sup> IBID, p. 77.

<sup>18</sup> Resulta claro que, en aras de obtener un control sobre el agente, el principal tiene la posibilidad de monitorear su conducta; sin embargo, desde una perspectiva económica, esta decisión deberá consultar la relación costo-beneficio allí inmersa.



acción oculta (*hidden action*) o del peligro moral (*moral hazard*)<sup>19</sup>, comúnmente conocido como riesgo moral.

Debido a lo primordial que resulta ser el tema de la información asimétrica en sus dos manifestaciones, este tópico será estudiado a profundidad en los renglones subsiguientes.

Como es sabido, un mercado plenamente competitivo se caracteriza, entre otros supuestos, porque los sujetos que participan de una transacción económica se encuentran completamente informados sobre las condiciones de ésta y, por ello, tienen una previsión perfecta de los intercambios de mercado. Márquez<sup>20</sup> describe este importante rasgo de los mercados en competencia perfecta así:

La información de los participantes en el mercado es simétrica y completa y, por ello, cada uno de los agentes posee previsión perfecta. Esto quiere decir que, en el mercado, ninguno de los agentes posee más información que otro, de manera tal que cada uno sabe que saben los demás y los demás saben que cada uno de los participantes sabe lo que los demás saben, de modo que todos saben que cada uno sabe que ellos saben lo que los demás saben y los demás saben lo que ellos saben. Así, teniendo claro que nadie tiene ventajas en la información, podemos deducir que todos tienen la capacidad de prever perfectamente el comportamiento de los demás, de manera tal que es posible determinar para todos previamente cuál será el efecto de la acción de cada agente.

---

<sup>19</sup> GORBANEFF. Op. Cit., p. 77.

<sup>20</sup> MÁRQUEZ, Carlos P. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Op. Cit., p. 48.

Teniendo en cuenta lo anterior, la información es asimétrica cuando “algún agente posee más información que otro agente, sea porque éste no puede conocer todo lo que el otro agente conoce o porque, dada la relación de mercado a éste le es muy costoso conocer lo que el otro conoce”<sup>21</sup>. Por tal motivo, en ausencia de información simétrica se presenta una falla estructural en el mercado que impide la obtención de un equilibrio general competitivo y conduce a resultados ineficientes debido a que, como los sujetos no son omniscientes, siempre habrá un bache de información que terminará por reflejarse como una restricción racional pues sus decisiones de índole económica no serán tomadas teniendo en consideración las variables reales del mercado. Obsérvese:

La teoría económica de la información parte del supuesto de que la información asimétrica se refleja en los mercados como instituciones complementarias e imperfectas, ya que los agentes económicos tienen información heterogénea y, por tanto, al momento de celebrar un contrato, los hace proclives a decisiones no óptimas o no queridas, lo que incide en la consecución del máximo bienestar social (...) En la mayoría de transacciones económicas existen diferencias en la cantidad y la calidad de información de que disponen los agentes, lo que comporta que los precios no transmitan toda la información significativa, de ahí, entonces, que se presente un fallo del mercado<sup>22</sup>.

Ya se ha indicado que un escenario de asimetría de la información puede proyectarse en dos tipos de problemas diferentes, los cuales, en términos

---

<sup>21</sup> IBID, p. 69.

<sup>22</sup> MONSALVE, Vladimir & RODADO, Diana. La importancia de la obligación de información en las relaciones financieras de consumo. Una aproximación económica y jurídica. En: Revista de derecho. No. 33; (2010), p. 162.

económicos, se conocen como riesgo moral<sup>23</sup> y selección adversa. El primero de estos conceptos alude, en general, a la posibilidad de que una persona, amparada en la tenencia de un mayor nivel de información, cambie de conducta una vez los riesgos inherentes a la misma se encuentren asegurados. Así por ejemplo, “cuando una persona contrata una póliza y la compañía de seguros carece de control sobre dicho sujeto, debido a la información limitada que posee, se incrementan las posibilidades de que la persona asegurada adopte una conducta despreocupada y poco diligente en virtud de la cual sus probabilidades de sufrir un accidente sean mayores”<sup>24</sup>.

Para Germán Coloma, el riesgo moral se explica como “una situación de información asimétrica, en la cual un agente económico que actúa en un mercado (...) tiene mayor control sobre el riesgo que se genera en el mismo que otro (...). En dicha circunstancia, la asimetría informativa se debe a la existencia de acciones que efectúa uno de los agentes económicos que están ocultas para el otro”<sup>25</sup>. En lo que se refiere a la teoría del principal y el agente, el riesgo moral alude a la posibilidad de que éste último -confiado en la seguridad que le proporciona su vinculación contractual, la información que posee y el escaso o ineficiente control que sobre él se ejerce- opte por la realización de conductas oportunistas que pueden dañar al principal. En otras palabras, puede suceder que la distorsión de la información genere para los agentes una posición favorable en virtud de la cual salga a relucir su falta de interés en prestar debido cuidado a los intereses de los principales.

En síntesis, con relación al riesgo moral presente en las relaciones de agencia, es posible indicar que el mismo puede llevar a los agentes a asumir ciertos

---

<sup>23</sup> El concepto ha sido acuñado esencialmente en el área de los contratos de seguro, sin embargo, la literatura económica ha extendido su aplicación para abarcar otros temas.

<sup>24</sup> PINDYCK & RUBINFELD. Op. Cit., p. 631.

<sup>25</sup> COLOMA, G. Op. Cit., p.22.

comportamientos a espaldas de los principales (“acciones ocultas”), que se manifiestan no solo en la reducción del esmero con que aquellos desempeñan sus labores sino también, y más grave aún, en la realización de conductas oportunistas cuyo propósito no es más que maximizar su curva de utilidad aún cuando ello implique sacrificar los recursos del principal.

De otro lado, la información asimétrica también puede suponer un problema de selección adversa en la medida en que induce a los individuos a la toma de decisiones no óptimas o no queridas. Dicho concepto puede ser definido como “una situación en la cual se termina comerciando más que lo eficiente de los bienes de menor calidad y menos que lo eficiente de los bienes de mayor calidad”.<sup>26</sup> Esto significa que los sujetos acaban por elegir una opción irracional que no maximiza su bienestar. En otras palabras, de haber tenido un conocimiento completo sobre las condiciones de mercado que rodeaban la transacción, nunca se hubieran comportado de la manera en que lo hicieron. Al respecto, cabe subrayar que por esta vía, es decir, la de la selección adversa, también es posible que los agentes emprendan conductas oportunistas que los beneficien y, paralelamente, perjudiquen a los principales.

3. El tercer elemento que, según Gorbaneff, compone la teoría del principal y el agente consiste en la existencia de factores externos de mercado, tales como cambios en las preferencias de los consumidores o en la oferta, que tienen la capacidad de afectar los resultados esperados. De esta forma, se puede apreciar que el cumplimiento de los objetivos del agente no depende exclusivamente de él, lo que añade otro elemento problemático a la relación principal-agente, adicional a las dos situaciones que surgen fruto de la asimetría de la información. En este orden de ideas, el agente siempre podrá excusarse de sus bajos resultados

---

<sup>26</sup> IBID, p.24.

justificándose en el hecho de que las condiciones de mercado adversas escapan a su control.

4. Finalmente, se observa que la “racionalidad económica” es un factor que caracteriza tanto al agente como al principal y es en razón de ella que ambos sujetos de la relación pretenden la maximización de sus funciones de utilidad; esta circunstancia explica por qué los intereses del principal y el agente no tienen que coincidir.

Explicados como están los principales elementos de la teoría económica del principal y el agente, a continuación se estudia su proyección en el mundo empresarial.

## **1.2 DE LA APLICACIÓN DE LA TEORÍA DEL PRINCIPAL Y EL AGENTE AL ÁMBITO SOCIETARIO**

Sin lugar a dudas y como se sugirió anteriormente, una de las relaciones en que se manifiesta la teoría del principal y el agente y los problemas a los que ella alude, es aquella existente entre accionistas y administradores sociales. Si se tiene en cuenta lo anterior, resulta natural preguntarse por la forma en que aquellos que proveen de capital de inversión a la sociedad persuaden a los administradores para que les devuelvan íntegramente sus utilidades, inviertan los recursos sociales en proyectos económicamente rentables y eviten rendirse ante la tentación de expropiar el capital social.

Lo anterior cobra sentido al considerar la disyuntiva existente entre la titularidad del capital y la gestión social que adelantan los administradores. En *The Modern Corporation and Private Property* Berle y Means identifican por primera vez esta

dualidad, presente en la organización interna de las sociedades norteamericanas de los tiempos más recientes<sup>27</sup>. De acuerdo con ellos, una de las funciones que involucra toda sociedad es la de tener control sobre la estructura empresarial. Tras la llegada de la revolución industrial y los modernos sistemas societarios a los que ella dio origen, esta función dejó de ser ejercida por los propietarios de las empresas para pasar a manos de terceras personas, quienes –en adelante– ocuparían una posición que les permitiría detentar poderes legales y de facto sobre el ente social. Por su parte y desde entonces, el grado en que los dueños se involucran en los asuntos empresariales se ha visto reducido a la mera tenencia de un interés legal sobre la sociedad.

Al respecto, Reyes señala que “según [Berle y Means], la propiedad, entendida como poder de disposición con facultades de uso y abuso, en el caso de las acciones está dividida entre una titularidad nominal y el verdadero poder que suele estar atado a aquella”<sup>28</sup>. En este sentido, dichos autores advierten la existencia de dos grupos a los que denominan “los dueños sin control apreciable y el control sin propiedad apreciable”<sup>29</sup>. Cuando las sociedades son manejadas por su propio dueño, la filosofía que se ha construido en torno a la institución de la propiedad privada sugiere que el propietario manejará la empresa de manera tal que se satisfagan sus propios intereses. Al ir más allá, se puede indicar que aún en las condiciones actuales, cuando las grandes organizaciones societarias no son

---

<sup>27</sup> El mundo anglosajón ocupó y hoy día continúa haciéndolo, un papel preponderante en el surgimiento y desarrollo de las sociedades comerciales, razón por la cual resulta innegable que “el progreso del Derecho Económico, y singularmente del Derecho Societario, tiene por centro y por motor principal la legislación y la práctica de los Estados Unidos (...) El derecho societario norteamericano se ha convertido en un punto de referencia obligado para quienes desean señalar los enfoques más modernos sobre la materia”. REYES, Francisco. Derecho societario en Estados Unidos. Bogotá: Legis, 2006. p. 2.

<sup>28</sup> IBID, p. 3.

<sup>29</sup> En inglés “*the owners without appreciable control and the control without appreciable ownership*”. BERLE, Adolph & GARDINER, Means. The Modern Corporation and Private Property. New York: Transaction publishers, 1991. p. 113. Véase en <<http://books.google.com.co/books?hl=es&lr=&id=mLdLHhqxUb4C&oi=fnd&pg=PR8&dq=The+Modern+Corporation+and+Private+Property.&ots=QBePFEJf1T&sig=EOAdmWQaILE8qmbt8bKyOeWOp7s#v=onepage&q&f=false>>. Consultado el 5 de julio de 2011.

dirigidas por sus accionistas, se espera que las operaciones que efectúe la empresa estén motivadas en la plena realización de los intereses de los propietarios, sin embargo la realidad enseña que no siempre es así.

Antes de continuar, es importante comprender y delimitar el significado que Berle y Means<sup>30</sup> le asignaron al término “control”. Para ellos, el control es aquel ejercido por aquellos que tienen grandes instrumentos de poder sobre la sociedad. Con esta definición, se excluye el poder que pueden ejercer, en cierto grado, muchos individuos sobre las actividades empresariales, toda vez que no existe allí una concentración de poder suficiente que permita su inclusión en la expresión “control”. El interés de los accionistas dentro de la sociedad se encuentra claramente orientado a la distribución de los recursos y la seguridad que proporciona el mercado. En esta medida, el incentivo fundamental del asociado radica en maximizar la rentabilidad de su inversión a cambio de la asunción de un nivel de riesgo razonable. En otras palabras, lo que el inversionista busca, en esencia, es recibir la mayor utilidad posible como contraprestación por el capital que le ha aportado a la empresa. No obstante lo anterior, la realización de los intereses de los accionistas corre un grave peligro por cuenta del control que los administradores quieren y tienen sobre la estructura social.

Así pues, desde que se publicó la primera edición de *The Modern Corporation and Private Property*, la discusión en torno a las sociedades se ha centrado en la premisa según la cual los directores tienen el control de las mismas y lo utilizan para sacar provecho de los inversionistas. En palabras de Reyes “desde entonces, se entendió que éstos podían tener motivaciones diferentes a las de aquellos. Esta contraposición de intereses aún hoy origina problemas de articulación entre unos y

---

<sup>30</sup> IBID, p.113.

otros, que pueden dar lugar a actuaciones abusivas por parte de los administradores”<sup>31</sup>.

Como puede observarse, se trata de un fenómeno de vital importancia como quiera que sus consecuencias pueden alcanzar grandes dimensiones, al llegar a impactar las economías de los estados e inclusive la mundial. “(E)l control de la propiedad concentrada en unas cuantas manos tiene relevancia porque puede beneficiar o dañar a muchos individuos, cambiar las condiciones del mercado, afectar áreas geográficas completas llevándoles prosperidad o ruina y en última instancia deteniendo o fomentando el crecimiento económico de un país”<sup>32</sup>.

En este punto, conviene indicar las razones por las cuales es factible que los administradores de la sociedad saquen provecho de los accionistas. La indefensión de estos últimos respecto de los directivos se produce debido a que, en comparación con el tamaño de la empresa, su participación accionaria resulta casi insignificante. En otras palabras, ninguno de los asociados se encuentra en una posición de control, entendida como la propiedad sobre más del 50% del capital social, que le permita monitorear o controlar efectiva y eficientemente a los administradores sociales.

Es importante tener en cuenta que al interior de un ente societario pueden presentarse alguno de los siguientes dos problemas. De un lado, están los inconvenientes que surgen con la teoría del principal y el agente, que corresponden al tema que se está desarrollando sobre choque de intereses entre directivos y socios. De otra parte, aparecen los llamados “conflictos de

---

<sup>31</sup> REYES. Derecho societario en Estados Unidos. Op. Cit., p 3.

<sup>32</sup> TEORIA DE GOBIERNO CORPORATIVO. Véase en <[http://catarina.udlap.mx/u\\_dl\\_a/tales/documentos/lad/lima\\_t\\_ra/capitulo3.pdf](http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lad/lima_t_ra/capitulo3.pdf)> Consultado el 10 de julio de 2011.



expropiación”, que hacen referencia a la discrepancia de intereses entre accionistas controlantes y socios minoritarios.

Aunque un desarrollo extenso de los conflictos de expropiación desbordaría el objeto de este trabajo, cabe señalar que:

Estos conflictos son comúnmente llamados “problema de expropiación”, puesto que la tendencia dominante consiste en que los controladores saquen ventaja de su control sobre los recursos corporativos para expropiar o desviar recursos desde la corporación, privando a los accionistas minoritarios y frecuentemente a otros inversores de lo que podría estimarse su participación justa en los ingresos provenientes de los recursos que han aportado<sup>33</sup>.

Para Oman<sup>34</sup>, estos problemas suelen

(A)mpliarse y agravarse por efecto de la práctica de los controladores de usar ampliamente la emisión de múltiples clases de acciones y las estructuras de propiedad cruzadas o piramidales. Estas técnicas no solamente permiten a un número pequeño de accionistas dominantes controlar una parte de los activos corporativos que resulta mayor de lo que su tenencia de acciones justificaría, es decir, mayor que los

---

<sup>33</sup> OMAN, C. Corporate Governance and National Development. En: MENDES, Germano. En: Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009. p. 18.

<sup>34</sup> IBID.

ingresos derivados de los derechos de su propio flujo de caja, sino que pirámides, propiedades cruzadas y múltiples clases de acciones sirven también para dar a los controladores un significativo acceso a recursos financieros, incluyendo aquellos expropiados de otros inversionistas<sup>35</sup>.

Al respecto, resulta fundamental indicar que las abundantes obras doctrinarias que se ocupan del tema, han vinculado siempre la presencia de estos dos tipos de conflictos a la estructura patrimonial que predomina en cada país. Se dice, entonces, que en naciones como Estados Unidos y Reino Unido, donde la estructura patrimonial de las grandes empresas se caracteriza por la amplísima dispersión del capital, suelen presentarse los problemas propios de la teoría del principal y el agente<sup>36</sup>. Por el contrario, el conflicto de expropiación tiende a prevalecer en países que tienen sociedades cuya propiedad está fuertemente concentrada, como es el caso de los latinoamericanos<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> IBID, p. 18.

<sup>36</sup> Así, en mercados bursátiles desarrollados, “normalmente, los conflictos en las relaciones de control surgen entre quienes ejercen los cargos de dirección de la sociedad y un grupo atomizado de accionistas que siente que las decisiones de los órganos de dirección no se toman en beneficio de la sociedad, sino en beneficio de aquéllos”. PRIETO & CARRIZOSA S.A. Protección de los inversionistas en el mercado accionario colombiano [online]. En: Perspectivas legales del gobierno corporativo en Colombia. Bogotá: Confecámaras. p. 93. Véase en <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/images/descargas/perspectivaslegales.pdf>>. Consultado el 9 de agosto de 2011.

<sup>37</sup> Sobre el tema se afirma que “En mercados donde el capital se halla altamente concentrado, como ocurre en las naciones de América Latina, el conflicto principal se da, más bien, entre quienes tienen la mayoría del capital y los titulares de participaciones minoritarias. La existencia de bloques de control, usualmente vinculados a individuos o familias, atenúan sin duda los problemas sobre la divergencia de intereses entre accionistas y administradores sociales. En efecto, en la medida en que los administradores dependen en forma casi exclusiva del poder nominador en cabeza de los mayoritarios, los riesgos de abuso por parte de los administradores se atenúan, a lo menos respecto de aquellos socios o accionistas que detentan la mayoría. En cambio, el potencial abuso de las mayorías agrupadas en bloques de control respecto de la posición vulnerable de los minoritarios, es potencialmente mayor en economías donde la concentración es la regla y no la excepción.” REYES. Derecho societario. Op. Cit., p 613.

No obstante lo anterior, es importante precisar que esta distinción entre tipos de conflictos según la estructura patrimonial preponderante en cada país, no debe entenderse de manera absoluta y tajante. Así pues, bien puede suceder que en países con gran dispersión del capital se presenten abusos por parte de los socios mayoritarios respecto de los minoritarios. Del mismo modo, en naciones donde prevalecen las estructuras empresariales con alta concentración del capital es posible que los administradores realicen actuaciones que satisfagan su propio bienestar en detrimento de los intereses de los accionistas y de la sociedad. Por ello, más que generalizar al hablar de la característica del país en cuanto a la propiedad accionaria de las sociedades domiciliadas en él, es importante llevar el análisis a las empresas mismas para advertir en cada una de ellas el conflicto al que, potencialmente, podría enfrentarse de acuerdo a la forma en que está compuesto su capital.

Lo que sí se puede observar es que los conflictos de agencia entre accionistas y administradores adquieren especial importancia tratándose de las sociedades listadas en bolsa, toda vez que generalmente es en ellas donde la dispersión de la propiedad accionaria alcanza su máxima expresión, al llegar a agrupar una inmensa cantidad de accionistas en la que no es posible identificar un único inversor que ejerza el control de la sociedad. Además, por tal razón, en este tipo de sociedades difícilmente podría haber un consenso en torno al ejercicio de la vigilancia y el control sobre aquellos encargados de la dirección social. Dados estos rasgos, la propuesta del presente escrito, que será abordada en el capítulo tercero, tiene como eje las sociedades que trazan sus acciones en el mercado bursátil.

Ahora, en cuanto a los directivos, éstos tienen la opción de realizar conductas oportunistas porque, no solo conocen la forma en que funcionan los negocios sociales, sino que tienen la posibilidad de acceder y ocultar a los inversionistas información privilegiada sobre la sociedad y sus operaciones, la cual llegan a

conocer gracias al ejercicio de sus funciones. De este modo, la información ubica a los administradores en una posición favorable desde la cual pueden darse el lujo de abusar de los accionistas para obtener mayores beneficios. En este punto resulta importante recordar el concepto explicado de información asimétrica, simplemente para entender que debido a su existencia, los directivos gozan de la posibilidad de maximizar su curva de bienestar al asumir comportamientos oportunistas bien por la vía del riesgo moral o la acción oculta o bien por la de la selección adversa<sup>38</sup>. Entre las conductas abusivas de los administradores a las que pueden dar origen estas circunstancias, podemos citar por ejemplo las llamadas “vistas apropiaciones ocasionales del tipo toma el dinero y escapa”<sup>39</sup>, la especulación accionaria e, incluso, situaciones en las que los altos directivos inducen a los empleados de la compañía a comprar acciones de la misma a sabiendas de su pésimo estado financiero. De igual forma, el mercado financiero ha mostrado cómo los gerentes desvían los recursos de la sociedad hacia sus propias cuentas bancarias al valerse del conocimiento privado y de la posibilidad de mantener a los inversionistas en la ignorancia<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Por ejemplo, es posible imaginar un escenario, nada ajeno a la realidad, en el que la junta directiva suministre a la asamblea general de accionistas información irregular con el ánimo de “sacar de los efectos de la decisión un provecho o utilidad cuantitativamente y cualitativamente importante, es decir una ventaja realmente significativa” ENRIQUES, L. El conflicto de interés y demás aspectos relevantes en materia de *Corporate Governance*. Análisis de derecho comparado. Bogotá: Centro de desarrollo de Bogotá – INCOLDA & Colegio de estudios superiores de administración CESA, 2003. p. 11. Allí no sólo se observa una situación de riesgo moral sino también un potencial problema de selección adversa puesto que muy posiblemente la decisión adoptada por el máximo órgano social no será la apropiada, pues en condiciones de igualdad de información sería una opción inviable para el ente societario.

<sup>39</sup> ENRIQUES. Op. Cit., p. 17.

<sup>40</sup> Sobre el tema, Easterbrook y Fischel afirman que la holgazanería e infidelidad a la que pueden verse tentados los gestores sociales tal vez no sean conductas obvias, pero existen o, por lo menos, siempre permanecerá el riesgo potencial de que se presenten. EASTERBROOK, Frank & FISCHEL, Daniel. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991. p. 1. Véase en <<http://books.google.com.co/books?hl=es&lr=&id=LtuQJK5t3O4C&oi=fnd&pg=PA1&dq=The+economic+structure+of+corporate+law&ots=KeouUyjA5p&sig=asHvZTEIEEJ1ibrPPekrZLDD3Pk#v=onepage&q&f=false>>. Consultado el 23 de julio de 2011.

En todo caso, el control que ejerzan los accionistas sobre los directivos de la empresa resulta esencial puesto que sirve de instrumento para determinar la manera en que éstos últimos harán uso de la información que conozcan. De esta forma, un escaso control va a generar en los administradores un incentivo para que utilicen deslealmente la información. Por eso, a menos que los accionistas logren diseñar un esquema de vigilancia y control que los induzca no solo a hacer su mejor esfuerzo, sino también a abstenerse de utilizar a su favor información privilegiada a la que accedan con ocasión del ejercicio de su cargo, es posible que los administradores, además de empeñarse poco, terminen afectando gravemente las finanzas de la sociedad, e incluso su viabilidad, mediante la realización de conductas oportunistas.

Luego de explicar el problema que encarna la aplicación de la teoría del principal y el agente a la relación existente entre accionistas y administradores, resulta importante entender las consecuencias que se derivan cuando estos últimos tienen comportamientos oportunistas para obtener un beneficio propio a expensas de los asociados.

### **1.3 DE LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN Y LA DISMINUCIÓN DE LA EFICIENCIA.**

Bajo estos planteamientos, resulta lógico afirmar que toda transacción de índole económica genera costos, dado que, a diferencia de un mercado sin fricciones, la transferencia de bienes y servicios entre los agentes económicos se presenta en un contexto de intercambio, donde por un lado, la información es imperfecta y por el otro, cada individuo busca promover la consecución de su propio interés a costa de los otros.

De hecho, las transacciones económicas mediante las cuales los administradores despliegan conductas oportunistas, en cuya virtud se ven perjudicados los intereses de los accionistas, se manifiestan en la economía como intercambios ineficientes, en tanto producen un incremento en los costos de transacción. En este punto es relevante precisar que los autores Ronald Coase y Douglas North son los principales representantes de la teoría de los costos de transacción, por lo que se seguirán algunos de sus planteamientos básicos a efectos de comprender este acápite.

En este orden de ideas, partiendo de la teoría económica planteada por Ronald Coase<sup>41</sup> en su libro *La Naturaleza de la Empresa* el tema de los costos de transacción puede ser analizado desde dos perspectivas que si bien son diferentes, en la práctica son complementarias. En primer lugar, es posible identificar los costos de transacción que surgen *ex ante* de la relación negocial, entendidos como los costos que se originan entre los agentes económicos con ocasión de la búsqueda de la contraparte, los costos de negociación y los costos inherentes a la formalización de dicho arreglo, por su parte, en una segunda instancia, los costos de transacción que surgen *ex post* de dicha relación son aquellos gastos que se ocasionan producto de la dificultad de firmar contratos completos, por lo que pueden reducirse a los costos de ejecución del contrato y los costos de obligar el cumplimiento forzoso de los acuerdos.

Es importante recalcar que en materia de derecho societario la existencia de fallas de mercado, asociadas con la racionalidad limitada y el oportunismo de los agentes, así como la deficiente información que tienen los asociados con relación a la gestión social de los administradores incita a que los gestores sociales disminuyan su trabajo respecto del esfuerzo que estarían dispuestos a entregar si

---

<sup>41</sup> COASE, Ronald. La Naturaleza de la Empresa. [online]. En: Revista *Economica*. No 4; (1937). págs. 386-405. Véase en <<http://www2.eco.uva.es/ricardo/La%20naturaleza%20de%20la%20empresa%20-%20Coase.pdf>> Consultado el 10 de septiembre de 2011.

pudiesen ser vigilados en forma perfecta por el principal, esto es, por los dueños de capital. Lo anterior ocasiona un incremento en los costos de transacción, entendidos como los valores que dejan de percibir los accionistas por la ejecución incompleta de las prestaciones esperadas por el gestor social, es decir, como costos de transacción *ex post* al perfeccionamiento de la relación negocial<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> En el caso particular los costos de transacción recaen sobre los costos de información y los costos de vigilancia en los que tienen que incurrir los accionistas para vigilar y comprobar que el acuerdo societario está siendo cumplido por los administradores y, de ésta forma, modificar el comportamiento estratégico del agente.

## 2. EL DERECHO COMO MECANISMO PARA REDUCIR LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN

Como se dejó sugerido en el capítulo anterior, el teorema de Coase es relevante para entender que, el mercado, a través del sistema de precios, únicamente es eficiente en ausencia de costos de transacción<sup>43</sup>. Bajo este contexto, los entes societarios son necesarios dentro de la estructura empresarial de la sociedad puesto que los mismos funcionan como medios para minimizar los costos de transacción, que en el caso objeto de estudio, serían los costos intrínsecos de supervisar y garantizar el cumplimiento del pacto social suscrito entre accionistas y administradores.

A la luz del trabajo de Coase se ha argumentado que, cuando es costoso verificar el cumplimiento de los acuerdos, dada la información asimétrica predicable al problema de agencia, las directrices normativas que regulan la organización empresarial son superiores como fórmula de intercambio que aquellas dictaminadas por el mercado, puesto que reducen el riesgo moral y/o el oportunismo de los agentes y aumentan la eficiencia<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Se debe precisar que para Coase, la característica fundamental por la que debe existir una firma, entendida hoy como una empresa, es para remplazar el mecanismo de precios del mercado en aras de aligerar la carga de los costos de transacción. Es decir, es posible afirmar que es menos costoso en términos de costos de transacción - organizarse bajo un paraguas organizativo que utilizar el mercado para desarrollar un determinado insumo o proceso internamente. COCA VERGEL, Pablo. R. Costes de transacción. [online]. En: De 9 a 5. Revista de Economía. Universidad de Salamanca. España. Véase en <<http://www.bqit.com/de9a5economia/descargar/costespablo.pdf>> Consultado el 18 de julio de 2011.

<sup>44</sup> Williamson, O.E. Las instituciones económicas del capitalismo. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1985. págs. 301 – 327.



Desde esta perspectiva, existe una serie de normas jurídicas que al cumplir funciones económicas, se proponen aminorar la posibilidad de que los administradores desplieguen conductas oportunistas que se traduzcan en la expropiación del capital social de la empresa. En efecto, aquellos parámetros de ley tienen como finalidad atacar el grave problema que se origina en la disyuntiva existente entre la titularidad del capital y la gestión social que adelantan los administradores.

Para efectos de cumplir con el objetivo trazado en este trabajo es pertinente señalar desde qué momento surgió, en las ciencias jurídicas, la preocupación por proferir normas que autorizan la intervención del derecho en la vida económica<sup>45</sup>, para la cual se hace necesario recurrir al enfoque institucional del análisis económico del derecho o a la denominada economía neoinstitucional.

Desde esta perspectiva, el aporte del neoinstitucionalismo a la luz de teoría microeconómica consistió, esencialmente, en introducir conceptos de gran envergadura que dan cuenta de nuevos fenómenos económicos, tales como los costos de transacción, la teoría de la información, la elección racional, entre otros. Es por ello que las corrientes históricas de los principales institucionalistas como Douglas North, Ronald Coase y Oliver Williamson constituyen un contexto de análisis propicio para el desarrollo del presente escrito.

Es importante definir el marco teórico de la Nueva Economía Institucional, para ello se seguirá originalmente el trabajo de uno de los mayores precursores de la economía neoinstitucional, esto es Douglas North.

---

<sup>45</sup> Para profundizar acerca del cómo y por qué en la evolución de las instituciones jurídicas emergió la inquietud por el desarrollo de normas intervencionistas se puede acudir a MÁRQUEZ en su libro *Anotaciones sobre análisis económico del derecho* (2005).

En este sentido es preciso desarrollar el concepto de “institución”. Las instituciones son las limitaciones ideadas por el hombre para dar forma al comportamiento humano, de tal forma que definen y limitan el conjunto de elecciones de los individuos. En palabras de North “las instituciones (...) son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. Por consiguiente, estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico”<sup>46</sup>.

Si se continúa con los lineamientos básicos del referido autor, es dable señalar que por institución se entiende tanto las normas escritas como los códigos de conducta generalmente aceptados, no codificados pero que subyacen o complementan las reglas formales. En este sentido, “la función principal de las instituciones en la sociedad es reducir la incertidumbre estableciendo una estructura estable pero no necesariamente eficiente, de la interacción humana. Pero la estabilidad de las instituciones de ningún modo contradice el hecho de que estén en cambio permanente”<sup>47</sup>.

Dentro de este contexto se puede considerar que bajo un esquema de la teoría neoinstitucional, el derecho es una institución cultural creada por los hombres que como tal, busca dar cuenta del estudio de la acción humana, que en el caso particular recae sobre el comportamiento del individuo que se desenvuelve en la economía de mercado. Este concepto de derecho sobre todo ha sido muy desarrollado por la rama de la filosofía del derecho de los últimos tres siglos.<sup>48</sup> Pero, como el propósito de este estudio no consiste en compilar la historia de la filosofía del derecho sino en identificar la relación existente entre el derecho, como institución jurídica y las ciencias económicas, donde a la primera se le encomienda

---

<sup>46</sup> NORTH, Douglass C. Op. Cit., p.13.

<sup>47</sup> IBID, p. 16.

<sup>48</sup>SEARLE & HART. El Derecho como institución social. En: AAVV, Teoría y Metodología del Derecho. Estudios en Homenaje a Gregorio Peces-Barba, tomo II, Madrid: Dykinson, 2008, pp. 683-701.

la labor de regular la actividad económica de los agentes, expresada en los siguientes lineamientos,

La relación entre la economía como ciencia y el derecho como institución lleva a una relación entre las leyes y principios de la acción humana deliberada frente al conjunto de normas que compone al derecho. De esta relación puede surgir una subdisciplina llamada análisis económico del Derecho, pues ésta busca que, a partir de categorías de tipo económico sean éstas de economía positivista o no, se desarrollen un conjunto de teorías respecto del Derecho como institución<sup>49</sup>.

Ahora bien, es relevante precisar que la escuela neoinstitucionalista, a diferencia de la teoría neoclásica<sup>50</sup>, concibe un “*agente menos racional y soberano*” habida cuenta de que los agentes decisores tienen una capacidad limitada para recolectar, almacenar y procesar aquella información para celebrar las transacciones en el mercado. En palabras de Salomón Kalmanovitz los individuos económicos “disponen de información incompleta, que es costoso conseguir información adicional y que incluso con buena información los modelos mentales

---

<sup>49</sup> MÁRQUEZ. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Op. Cit., p. 33.

<sup>50</sup> La teoría neoclásica es una continuación de la teoría clásica. Se desarrolló durante la gran depresión económica (wall street) de los años 30 y la segunda guerra mundial. La economía neoclásica, tiene una perspectiva estática, ya que se ocupa del estudio de los principios que determinan la asignación eficiente de los recursos. La teoría neoclásica, por contraposición a la teoría clásica concibe, en primer lugar, que todos los precios del mercado son determinados por las mismas fuerzas (la oferta y la demanda y sus condiciones subyacentes de costo y de demanda) y, en segundo lugar, la escuela neoclásica extendió el análisis económico a situaciones que, en su momento, no habían sido consideradas por la teoría clásica, esto es, la teoría neoclásica examina no sólo situaciones de monopolio, duopolio y competencia perfecta, sino también, situaciones de competencia imperfecta. DAVID W, Pearce. Diccionario Akal de economía moderna. Madrid, España: Editorial Akal S.A., 1999. p.388.

de los agentes que la interpretan pueden estar operando de manera equivocada frente a la realidad”<sup>51</sup>.

En efecto, como este agente económico posee una “racionalidad individual imperfecta o racionalidad limitada”<sup>52</sup> otro factor preponderante que debe tomarse en cuenta dentro del estudio de esta teoría radica en que el comportamiento de los individuos está supeditado a la estructura institucional existente. Esto indica que el actuar maximizador de los agentes económicos, tal y como es el caso de los gestores sociales de la compañía, está limitado por la disposición organizacional de la empresa en donde operan, es decir, la conducta de los administradores está sujeta al reproche o la aceptación de las instituciones, entendidas como todas aquellas normas - formales e informales - que regulan el ámbito del derecho societario.

Como consecuencia de lo anterior, a finales del siglo XIX y principios del siglo XX, sobre todo en Estados Unidos, empezaron a surgir entre las diferentes escuelas económicas doctrinas tendientes a justificar el intervencionismo del Estado en el ámbito económico; intervencionismo que se tradujo en algunas normas jurídicas de naturaleza económica que consagran mecanismos que permiten solucionar las fallas del mercado y a la vez, limitar la libertad de los agentes en cuanto a las decisiones que conlleven consecuencias económicas.

Para comprender mejor la hipótesis del trabajo es necesario definir los principales postulados económicos que han justificado el por qué debe existir el intervencionismo legal en el sistema de mercado. Ellos se concretan en los

---

<sup>51</sup>KALMANOVITZ, Salomón. El neoinstitucionalismo como escuela. <[http://www.banrep.gov.co/junta/publicaciones/salomon/El\\_%20neoinstitucionalismo\\_como\\_escuela.pdf](http://www.banrep.gov.co/junta/publicaciones/salomon/El_%20neoinstitucionalismo_como_escuela.pdf)> Consultado el 25 de agosto de 2011.

<sup>51</sup> IBID.

<sup>52</sup> HERBERT, Simon. De la racionalidad sustantiva a la procesal. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1986.

modelos de falla de mercado y de cooperación. A continuación únicamente se profundizará sobre algunos argumentos de la teoría de la cooperación, dejando atrás el modelo de falla de mercado ya que no desarrolla los intereses propuestos con el presente escrito.

A la luz del modelo de cooperación, la injerencia estatal en la economía no viene dada únicamente por el hecho de que las normas jurídicas, *per se*, solucionan automáticamente las fallas inherentes al mercado, sino que por el contrario, considera que las ineficiencias que produce el mercado, en cuanto a la información asimétrica que poseen los agentes económicos, no tiene solución inmediata, “sino que es necesario estudiar la organización y los costos de transacción de las mismas [del mercado] para desarrollar una teoría de la aplicación del Derecho en la economía”<sup>53</sup>.

El modelo de la cooperación, promulgado especialmente por el institucionalista Ronald Coase señala que desde el punto de vista económico, es más eficiente una intervención estatal indirecta en el ámbito económico que una injerencia vertical y directa sobre el mercado. El modelo de la cooperación simplemente indica qué “desde el punto de vista económico, es más efectivo que la intervención estatal directa, mirar [SIC] al consumidor, a la firma, al mercado y a la ley, como diferentes vías de tipo institucional, las cuales permitirán afrontar de un mejor modo cualquier problema de la organización económica reflejados en los costos de transacción y el oportunismo de los agentes”<sup>54</sup>.

Como se ha recalcado a lo largo de este texto, la institución del derecho se constituye en una herramienta de índole instrumental, habilitada para intervenir, en calidad de agente regulador, en el desarrollo de la convivencia social de la

---

<sup>53</sup> MÁRQUEZ, Carlos P. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Op. Cit., p. 45.

<sup>54</sup> IBID, p. 44.

conducta de los agentes del mercado, que en caso particular se cristalizan en normas que propenden por la organización de la actividad mercantil del derecho societario.

Es por ello que desde una perspectiva institucional del Análisis Económico del Derecho, algunas disposiciones legales y reglamentarias resultan ser eficientes para minimizar los costos de transacción inherentes a la relación de agencia que se presenta entre accionistas y administradores sociales, habida cuenta de que dirigen el comportamiento individual de los administradores para alinearlos a los intereses de los accionistas, de manera que brindan información simétrica a los agentes económicos y por ello, reducen la incertidumbre.

En este orden de ideas, la separación entre propiedad y el control de una empresa identificado por Berle y Means, ha generado en el ámbito internacional todo un debate en cuanto a las normas y mecanismos que se deben implementar en aras de lograr un control efectivo sobre las diferencias que surgen entre accionistas y gestores sociales. La solución que habitualmente se ha planteado, en lo que se refiere a dicho conflicto, está dada por la intervención gubernamental, la cual se ha manifestado de diversas maneras, entre ellas la regulación de la producción, los salarios o los precios.

En este sentido, de acuerdo con el profesor Reyes<sup>55</sup>, dentro de las medidas que han sido instituidas en Estados Unidos<sup>56</sup> con dicho propósito, aparece el otorgamiento de amplias facultades de control a favor de los accionistas con el fin de lograr un acercamiento entre el poder de gestión y la titularidad del capital

---

<sup>55</sup> REYES. Derecho societario en Estados Unidos. Op. Cit., p 4.

<sup>56</sup> No obstante lo anterior, a pesar de que Estados Unidos es uno de los países líderes y referentes mundiales en lo que se refiere a avances y desarrollos en materia de supervisión sobre los gestores sociales, en casi cada Estado y/o Distrito Federal, las normas de control societario les permiten a los administradores redactar sus propias reglas, tolerando así el establecimiento de sistemas de control que se escapa de un examen de fondo por parte del regulador.

social. Allí, la regulación ha avanzado en este sentido al condicionar estrictamente la posibilidad de que los administradores asistan a la asamblea general en calidad de representantes de los accionistas y, con ello, se ha restringido el riesgo de que aquellos manipulen las decisiones emanadas del máximo órgano social.

Otra de las formas en que el regulador ha reaccionado en épocas recientes para contrarrestar este problema, consiste en la elaboración de ciertos incentivos legales cuyo objetivo no es más que alinear los intereses de directivos y asociados. En concreto, esta iniciativa se ha traducido en estímulos, en ocasiones de tipo fiscal, tendientes a que los administradores participen también como accionistas de la sociedad.

Al igual que la regulación, la jurisprudencia también ha jugado un papel fundamental en la creación de reglas que permiten mitigar el poder absoluto de los administradores sociales y amparar los derechos de los inversionistas. En efecto, ha sido el aparato judicial norteamericano el que se ha dado a la tarea de construir una serie de controles efectivos sobre la dirección de las compañías, a los que se les ha dado el nombre de “deberes fiduciarios”<sup>57</sup> de los administradores.

De igual forma, desde el ámbito internacional, tal intervención puede tomar, por ejemplo, la forma del gobierno corporativo toda vez que aquel permite atacar el problema de la disyuntiva del capital social mediante el establecimiento de un

---

<sup>57</sup> En Estados Unidos, la carencia de una regulación legal específica ha provocado que la doctrina y la jurisprudencia reconozcan que los administradores están vinculados con la sociedad y sus accionistas mediante una relación fiduciaria (*fiduciary relation*) la cual los obliga a perseguir, en el ejercicio de las funciones propias del cargo, el interés de la sociedad mediante la creación o maximización de valor para los accionistas. En este sentido, los administradores y otros directivos son “fiduciarios” y han de comportarse de manera honesta frente a los acreedores, esto es, los inversores sociales; obligación derivada del “Common Law” y cuyo incumplimiento puede generar responsabilidad civil. MARÍN DE LA BÁRCENA, Fernando. El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia. <[http://www.ucm.es/info/mercantil/documentos/comunicacion\\_fernando\\_marin.pdf](http://www.ucm.es/info/mercantil/documentos/comunicacion_fernando_marin.pdf)> Consultado el 19 de noviembre de 2011.

conjunto mínimo de normas de votación y restricción a la conducta de los gerentes en relación con la firma y los inversionistas. Tan sólo algunas formas de intervencionismo estatal pueden proteger a los proveedores del capital social, de allí que resulta fundamental que se establezcan unos límites a la regulación.

Tal y como puede observarse, la intervención estatal en materia societaria permite minimizar los costos de transacción en cabeza de los accionistas - que para el caso particular –se generarían por cuenta de las conductas oportunistas de los administradores. De allí que sea importante establecer un punto de equilibrio de intervencionismo estatal que, sin restringir en exceso el desempeño del mercado, haga posible una asignación y un uso más eficiente de los recursos.

En los renglones que siguen, se explicará, con base a casos empíricos que han afectado la economía internacional, la relevancia que hoy en día tiene una adecuada regulación en el ámbito empresarial, más específicamente en lo que se refiere al problema de agencia entre accionistas y gestores sociales. Posteriormente, se pasará al estudio de la principal normatividad - internacional y nacional - que se ha expedido para tal fin.

## **2.1 EXPERIENCIA Y NORMATIVIDAD INTERNACIONAL:**

### **2.1.1 Un problema de actualidad e importancia radical**

La economía mundial ha sufrido fuertes crisis financieras debido a los abusos y fraudes perpetuados por los más altos directivos de sociedades de renombre que han llegado a ocupar un lugar destacado en la industria. De allí la importancia de abordar el asunto con la rigurosidad del caso y de proponer fórmulas que permitan



impedir que, en razón de estas prácticas, se sigan presentando las consecuencias económicas desfavorables que han tenido que experimentar los mercados en las últimas décadas. Al respecto, se ha dicho que “los escandalosos casos de la abrupta incursión del grupo Maxwell en el fondo de pensiones del Mirror Group, el derrumbamiento del Banco de Crédito y Comercio Internacional, la quiebra del banco Baring Securities en 1995 y otros casos más recientes como el de Enron, WorldCom y Marconi, han puesto de manifiesto las fallas en el funcionamiento de la dirección de las empresas y la necesidad de cambio”<sup>58</sup>.

No hay que ser experto para advertir la forma en que los administradores de estas sociedades obtuvieron millonarias ganancias y bonificaciones, para luego defalcicarlas y llevarlas a la ruina. La quiebra de Enron es uno de los casos más nombrados por tratarse de la empresa de energía más importante de los Estados Unidos y una de las bancarrotas más grandes sufrida en este país. A pesar de que Enron había reportado ganancias millonarias en el año 2001, el 2 de diciembre de este mismo año radicó una solicitud de quiebra ante las cortes de Nueva York, al presentar deudas multimillonarias. El precio de la acción pasó de US \$90 a US\$0, situación que afectó a gran parte de los empleados de la empresa, quienes habían invertido en acciones de la misma por recomendación de su presidente, que conocía previamente la crisis por la que estaba atravesando Enron. Adicionalmente, se presentaron fallas en otros órganos de la sociedad. Así por ejemplo, ocurrió que quienes se encargaban de la contabilidad aumentaron las ganancias en una suma de dinero superior a los US\$600 millones entre los años 1997 y 2001. Sumado a lo anterior, la empresa creó filiales ficticias en el exterior cuya funcionalidad era recibir los pasivos de Enron para que los mismos no figuraran en sus estados financieros, los cuales no se consolidaban con los de las filiales. Para terminar de complicar el panorama, cabe agregar que la auditoría

---

<sup>58</sup> PINEDA, Alonso & TORRES DE MARÍN, Gabriela. Gobierno corporativo: Juntas directivas. Una perspectiva global, nacional y regional. En: Revista Ciencias Estratégicas. Vol. 13, No. 14; (2005), p. 178.

externa de la sociedad avaló dicho comportamiento. Años más tarde, los directivos de la empresa y otros miembros pagarían en prisión las consecuencias de haber incurrido en este tipo de prácticas desleales.

Otro de los escándalos financieros más sonados es el de WorldCom. En el año 2002, esta importante empresa de comunicaciones solicitó ser admitida en bancarrota. En este caso, las prácticas contrarias al buen gobierno de la sociedad evidenciaron actitudes fraudulentas frente a los inversionistas y las autoridades, al ejecutar maniobras contables que dieron lugar a la creación de estados financieros ficticios. A manera de ejemplo, en el año 2001 se incluyeron gastos por valor de US\$3.060 millones y US\$797 millones en el año 2002, ambos por concepto de inversiones de capital irreales; esta situación generó una inflación en las ganancias de la empresa de US\$11 billones.

No hay que devolverse tanto en el tiempo para ver la forma en que estas conductas deshonestas se han proyectado en la realidad. En efecto, uno de los desplomes financieros más dramáticos y recientes, el que se vivió a finales de 2008 y del que aún no termina de recuperarse la economía global, fue provocado por lo que se podría denominar el hambre “voraz” de unos cuantos directivos de empresas altamente reconocidas que manejaron a su antojo el sistema financiero estadounidense y, con ello, el mundial. Este se convirtió en el festín de los presidentes y gerentes de sociedades como Morgan Stanley, Mery Linch, Goldman Sach, Lehman Brothers y AIG, por no mencionarlas todas, quienes gustosamente se dieron un banquete de cuenta del sistema; succionaron todo su valor hasta verse obligados a desechar la “basura” que su propio festejo había creado, para dejar a su paso todo un caos económico que luego tendría que ser arreglado por los contribuyentes. De esta forma, los impuestos pagados por millones de ciudadanos norteamericanos terminarían por financiar los paquetes de salvamento que se requirieron con el fin de paliar los efectos de la crisis.

Ya se insistió en el protagonismo y la responsabilidad que tuvieron los administradores de estas prestigiosas empresas a la hora de provocar la fractura financiera que se vivió en el mundo hace tres años, pero ¿cómo sucedió? ¿De qué acciones se valieron estos sujetos para desfalcocar el sistema financiero y poner a tambalear la economía global? Pues bien, los altos directivos de estas sociedades diseñaron un novedoso sistema en el que los prestamistas no tenían ningún interés en que se les pagara el dinero dado en préstamo, con lo que se generaron unos incentivos perversos para la economía, que estuvieron acompañados de toda una cadena de acciones fraudulentas concertada por unos cuantos funcionarios que tenían el poder para manipular el mercado financiero. Dicho proceso puede describirse de la siguiente manera:

En el viejo sistema, cuando el dueño de una casa pagaba su hipoteca, cada mes el dinero lo recibía el prestamista local. Como las hipotecas tardaban décadas en pagarse, los prestamistas eran cuidadosos.

En el nuevo sistema, los prestamistas vendían las hipotecas a bancos de inversión. Los bancos de inversión combinaban miles de hipotecas y de otros préstamos como automotrices, préstamos estudiantiles y de tarjetas de crédito para crear derivados complejos llamados Obligaciones de Deuda Colaterales o CDO. Los bancos de inversión vendían las CDO a inversores. [Así] cuando los dueños de las casas pagaban las hipotecas, el dinero iba a inversores en todo el mundo. Los bancos de inversión pagaban a las calificadoras de riesgo para que evaluaran las CDO, muchas recibían una calificación de triple A, la más alta posible. Gracias a esto, las CDO se volvieron populares entre fondos de retiro, que solo podían adquirir títulos con calificaciones altas (...) A los prestamistas dejó de importarles si los prestatarios podían devolver el dinero, comenzaron a hacer préstamos

más riesgosos. A los bancos de inversión tampoco les interesaba: cuantos más CDO vendían, más ganancias obtenían. Y las calificadoras de riesgo, que eran contratadas para los bancos de inversión, no tenían responsabilidad alguna si resultaba que las calificaciones de las CDO fueran erróneas. Entre 2000 y 2003, la cantidad de hipotecas otorgadas cada año se cuadruplicó (...) a ninguno de los que estaban en esta cadena de titularización, desde el primer eslabón hasta el último, les importaba la calidad de la hipoteca, solo les importaba aumentar el volumen y aumentar sus honorarios con eso. A comienzos de 2000, hubo un gigantesco aumento de préstamos riesgosos llamados Subprime, pero cuando se combinaban miles de créditos subprime para formar CDO, muchas de ellas igual recibían una calificación triple A.

Había otra bomba de tiempo en el sistema financiero. AIG, la compañía más grande de seguros del mundo, vendía inmensas cantidades de derivados llamados Permutas de Incumplimiento Crediticio. Para los inversores que tenían CDO, las Permutas de Incumplimiento crediticio funcionaban como un seguro. El inversor que compraba una Permuta de Incumplimiento Crediticio pagaba a AIG una prima trimestral; si la CDO tenía problemas, AIG se comprometía a pagar al inversor por las pérdidas. Pero a diferencia de los seguros comunes y corrientes, los especuladores también podían comprar Permutas de Incumplimiento Crediticio a AIG para apostar por el fracaso de CDO que no tenían (...) Las Permutas de Incumplimiento Crediticio no estaban reguladas, por lo que AIG no tuvo que separar ninguna cantidad de dinero para cubrir potenciales pérdidas. Por el contrario, AIG pagaba a sus empleados importantes bonos en efectivo en cuanto se firmaban los contratos; pero si hubiera algún problema con las CDO [como en efecto lo hubo], AIG estaría en problemas

[pues tendría que pagar tanto a los dueños de las CDO que habían adquirido Permutas de Incumplimiento Crediticio para asegurar su título, como a los especuladores que habían apostado por el fracaso de esas CDO”<sup>59</sup>.

Como se puede observar, por la manera en que fue diseñado el sistema era de esperarse, más temprano que tarde, que éste terminara explotando. Una circunstancia que no era desconocida para los propios ejecutivos de estas empresas, quienes, sorprendentemente, entre ellos se referían a los valores que vendían alrededor de todo el mundo con una calificación triple A como “basura”. El resultado injusto de esta situación: unos cuantos gerentes increíblemente ricos de cuenta de las bonificaciones que habían logrado obtener durante la burbuja<sup>60</sup> y la bancarrota inminente de importantísimas sociedades financieras que eran consideradas como “demasiado grandes para dejarlas caer”<sup>61</sup> y que, por ello, tuvieron que ser rescatadas por los contribuyentes<sup>62</sup>.

Conforme a lo anterior, una de las implicaciones más graves que se ha puesto al descubierto con este problema de agencia consiste en el mensaje que se le está transmitiendo a los mercados del mundo; aquel según el cual ningún gobierno

---

<sup>59</sup> FERGUSON, Charles (productor y director). (2010). Inside Job [cinta cinematográfica]. También es conocida como “*Trabajo confidencial*” y como “*Dinero Sucio*”. Se trata de un documental sobre la crisis financiera de 2008, su estreno fue el 16 de mayo en el Festival de Cannes de 2010 y recibió el Premio Óscar Mejor Documental en 2011. Ferguson ha dicho que trata sobre “la sistemática corrupción de los Estados Unidos por la industria de servicios financieros y las consecuencias de dicha corrupción”. Para más información, véase <<http://www.sonyclassics.com/insidejob/>> Consultado el 15 de mayo de 2011.

<sup>60</sup> Así por ejemplo, Richard Fuld, el director de Lehman Brothers, que fue uno de los mayores otorgadores de préstamos subprime, se llevó \$485 millones de dólares mientras que Joseph Cassano, director de AIG, ganó \$315. El presidente de Countrywide, Angelo Mozilo, logró obtener \$470 millones de dólares entre 2003 y 2008; y como si fuera poco, ganó \$140 millones más al vender sus acciones de Countrywide en los 12 meses previos a la quiebra de la compañía. IBID.

<sup>61</sup> En inglés “*Too big to fall*”.

<sup>62</sup> Para advertir la magnitud del asunto, basta con señalar que el rescate de AIG le costaría a los ciudadanos norteamericanos más de 150 millones de dólares. FERGUSON Op. Cit.

puede dejar que los servicios vitales, como los que presta el sistema financiero, acaben paralizándose por la mala gestión o por incompetencia. Bajo este argumento, involuntariamente se termina alentando a estas empresas a correr riesgos excesivos y a malgastar o hacer un uso indebido de sus fondos pues, en todo caso, por más mal que les vaya, pueden tener la plena certeza de que el gobierno acudirá a su rescate dada la importancia de los servicios que ellas prestan.

De acuerdo con Judt, en su texto “Algo va mal”, el episodio económico de 2008 da como resultado un “albur moral”<sup>63</sup> en virtud del cual es posible que, al ampararse en el hecho de saber que pase lo que pase habrá protección en caso de quiebra, estas sociedades tomen para sí todos los beneficios y dejen que el Estado cargue con las pérdidas. En otras palabras, en tiempos de escases de recursos, los problemas financieros de estas empresas son endosados al Estado con gran facilidad. Este fue el caso de Goldman Sach, cuyo comportamiento deshonesto no deja de generar asombro: a esta sociedad no le bastó con vender Obligaciones de Deuda Colaterales (CDO) tóxicas bajo el disfraz de inversiones de alta calidad sino que desde finales de 2006, comenzó a apostar por su fracaso mediante la compra de Permutas de Incumplimiento Crediticio a AIG<sup>64</sup>. En un principio, estas prácticas le reportaron a Goldman millonarias ganancias que fueron absorbidas por la alta gerencia pero, posteriormente, -con el estallido de la burbuja- se

---

<sup>63</sup> Sobre el tema, el autor advierte que “El albur moral se produce incluso en el caso de instituciones y negocios que en principio son beneficiosos para la colectividad.” En este sentido, explica “lo que ocurrió con Fannie Mae y Freddie Mac, las agencias privadas responsables de facilitar hipotecas a los estadounidenses de clase media: un servicio vital para el bienestar de una economía de consumo basada en la propiedad de la vivienda y los créditos bancarios. Antes de la quiebra de 2008, Fannie Mae, llevaba varios años recibiendo préstamos del gobierno (a unas tasas de interés artificialmente bajas) y prestándolo comercialmente con beneficios muy sustanciales. Como se trataba de una empresa privada (aunque con acceso privilegiado a los fondos públicos), esos beneficios representaban dinero público reciclado para los accionistas y ejecutivos de la compañía. El hecho de que a consecuencia de esas transacciones interesadas se concedieran millones de hipotecas sólo constituye un agravante: cuando Fannie Mae se vio obligada a resolver los préstamos, causó un gran sufrimiento a una amplia franja de la clase media estadounidense”. JUDT, Tony. Algo va mal, México: Taurus, 2010. p. 113.

<sup>64</sup> FERGUSON. Op. Cit.

reflejaron como una de las causas de la crisis, la cual condujo a la bancarrota de la empresa y a su necesario rescate por los contribuyentes. Lo más preocupante es que, tras el inmenso esfuerzo del Estado por invertir millonarios recursos en su salvamento –decisión que, por lo demás, puede resultar cuestionable-, meses más tarde Goldman estaría otorgando nuevamente ostentosas e irrestrictas sumas de dinero a sus administradores por concepto de bonificaciones<sup>65</sup>. Frente a esta situación, no se puede pasar de largo que “si el fracaso del mercado puede ser catastrófico, su éxito también es peligroso políticamente. La misión del Estado no es sólo recoger los pedazos cuando estalla una economía insuficientemente regulada. También lo es contener los efectos de las ganancias inmoderadas”<sup>66</sup>.

Sin lugar a dudas, estos inadecuados manejos han puesto en primera plana el debate sobre regulación e intervencionismo estatal en la economía. Algunos creen que, al final del día, solo un mayor activismo a la hora de controlar la conducta de los agentes del mercado puede servir de freno para detener esa creciente exposición al riesgo a la que se ven tentadas las empresas, habida cuenta del mensaje de salvación que han recibido del Estado en los últimos tiempos.

En materia de intervencionismo estatal es importante indicar que, poco a poco, todas estas crisis empresariales, desde Enron hasta Goldman Sach, AIG y otras tantas, hicieron surgir en los países del primer mundo y, con posterioridad, en los menos desarrollados, la preocupación por crear nuevas normas e instituciones -y por reforzar las ya existentes- con el propósito de difundir prácticas honestas y

---

<sup>65</sup> A este respecto, Judt al expresar su preocupación por la necesidad de un reencuentro con un sentido de dirección moral que se aplique también a la política, manifiesta que “Una fuente de nuestra confusión quizá sea que se ha difuminado la diferencia entre derecho y justicia. En Estados Unidos especialmente, mientras una práctica no sea ilegal, nos resulta difícil definir sus fallos. La noción de «prudencia» nos elude: la idea de que es «imprudente», además de indecente, que Goldman Sach distribuya miles de millones de dólares en gratificaciones menos de un año después de haber sido rescatada con dinero de los contribuyentes habría sido evidente para los hombres de la Ilustración escocesa, lo mismo que para los filósofos clásicos”. JUDT. Op. Cit., págs. 173 - 174.

<sup>66</sup> IBID, p. 192.

diligentes de dirección societaria. A este conjunto de medidas se les ha dado el nombre de gobierno corporativo<sup>67</sup>. No obstante lo anterior, estas iniciativas de regulación se han visto llamadas a luchar en contra de los vestigios de la política económica neoliberal que tuvo plena vigencia desde comienzos de los años ochenta hasta hace ya unos tres años. Mediante la misma, se impuso una fuerte y arraigada tendencia de libertad absoluta y desregularización de mercado. Entonces, a pesar de que desde comienzos de 2009 se ha observado un incremento en la actividad del regulador, el modelo intervencionista es visto por muchos como un retroceso, por lo que su regreso a la política económica no ha llegado a alcanzar su máxima expresión y, en esta medida, podría decirse que se ha manifestado tímidamente. En palabras de Judt, “desde 1989 habíamos estado congratulándonos de la derrota última del todopoderoso Estado y, por lo tanto, no estamos en condiciones de explicarnos por qué y para qué es necesaria la intervención. Necesitamos aprender a *pensar* de nuevo el Estado”<sup>68</sup>.

No se trata, pues, de negar la existencia absoluta de regulación económica y societaria, sino de advertir que, a medida que los mercados se van desarrollando, comienzan a surgir nuevos productos y transacciones sofisticadas -con un alto grado de complejidad-, que entran a negociarse en la economía sin que hayan surtido previamente un proceso de reglamentación o, por lo menos, no uno muy exhaustivo. Esto, sumado a los intereses anti-regulación defendidos por una poderosa derecha, le ha abierto la puerta a varios administradores sociales para ingresar al sistema a tomar tanto como puedan y dejar a su paso unas consecuencias económicas recesivas.

---

<sup>67</sup> “El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño” Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, 2004. Para encontrar más definiciones véase <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/aspectos-generales/definicion.html>> Consultado el 27 de abril de 2011.

<sup>68</sup> JUDT. Op. Cit., págs. 187 - 188.



Finalmente, es posible concluir que el interesante debate en torno a la regulación toma fuerza en el marco actual de recuperación económica de la crisis financiera que impactó la economía mundial a finales del año 2008; una experiencia dramática que, por lo menos, debió haberle dejado al mundo entero, en especial a los políticos, una valiosa lección en cuanto a la importancia de reforzar el intervencionismo estatal en materia económica, lo que supone prestarle mayor atención a la tarea del regulador en temas de gobernanza corporativa. Sobre este asunto, vale la pena compartir la siguiente reflexión, cuyo mensaje resulta convincente:

¿qué ocurre con la idea contemporánea de que podemos tener benevolentes Estados de servicios sociales o eficientes mercados libres que generen crecimiento, pero no ambos? Sobre esto, Karl Popper, compatriota de Hayek, dijo: «Un mercado libre es paradójico. Si el Estado no interfiere, quizá lo hagan otras organizaciones semipolíticas como los monopolios, trust, sindicatos, etcétera, dejando en una ficción la libertad del mercado». Esta paradoja es crucial. El mercado siempre corre el riesgo de ser distorsionado por participantes excesivamente poderosos, cuya actuación acaba por obligar al gobierno a interferir, a fin de proteger su funcionamiento. Con el tiempo el mercado se convierte en su peor enemigo (...).

Parecería que la «mano invisible» no sirve de mucho cuando se trata de la legislación práctica. Hay demasiados ámbitos de la vida en que no podemos confiar en que hacer lo que más nos conviene a cada uno de nosotros sea la mejor manera de satisfacer nuestros intereses colectivos. Hoy, cuando es tan evidente que el mercado y el libre

juego de los intereses privados no redundan en beneficio colectivo, tenemos que saber cuándo intervenir<sup>69</sup>.

Una vez resaltada la importancia que hoy en día cobra el problema de agencia entre accionistas y administradores sociales, y la necesidad de un conjunto de normas que regule dicho conflicto, a continuación se estudiarán las disposiciones jurídicas internacionales de mayor relevancia que han sido diseñadas con este propósito.

### **2.1.2 Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en materia de gobierno corporativo (GC)**

A pesar de las realidades que se han subrayado en los párrafos anteriores, hace algún tiempo ciertos agentes del mercado y gobiernos, cada vez con mayor ímpetu, han ido reconociendo la importancia de generar un clima para los negocios basado en la transparencia y la eficiencia empresarial, como modelos de gestión que crean valor y que son indispensables para armonizar las prácticas gerenciales. Dentro de este contexto, ha surgido la necesidad de establecer un conjunto de principios mínimos que permitan afrontar los distintos desafíos que se plantean en materia gobierno corporativo.

De acuerdo con lo anterior, el Consejo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)<sup>70</sup> ha elaborado unos principios básicos de

---

<sup>69</sup> IBID, págs. 191 -192.

<sup>70</sup> En virtud del artículo 1 del Convenio suscrito el 14 de diciembre de 1960 en París, que entró en vigencia el 30 de septiembre de 1961, los objetivos específicos de la OCDE consisten en promover políticas destinadas a: 1. Realizar la más fuerte expansión posible de la economía y del empleo y a un aumento del nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y a contribuir así al desarrollo de la economía mundial; 2. Contribuir a una sana expansión económica en los países miembros y en los no miembros en vías

gobernanza corporativa que sirven como punto de referencia internacional en lo que respecta a la correcta gestión institucional empresarial y que resultan aplicables a las circunstancias y/o necesidades particulares de cada país o región. Desde su aprobación en 1999, los principios han constituido la base de las iniciativas en el ámbito del gobierno corporativo tanto para los países miembros de la OCDE como para los países no-miembros.

En este punto se debe recordar que, por principios básicos del gobierno corporativo, se entienden aquellos parámetros normativos y de buenas prácticas empresariales que ayudan a los gobiernos, reguladores, inversionistas, instituciones de carácter privado y público, a mejorar el marco legal, institucional y regulatorio en torno a la dirección y el gobierno societario.

Así pues, es relevante señalar que buena parte de las decisiones de inversión dependen del grado de observancia de los principios en materia de buenas prácticas gerenciales que detentan las sociedades receptoras de los recursos. Por tal razón, la gobernabilidad corporativa constituye una herramienta fundamental para aumentar la confianza de los inversores y, por ende, garantizar fuentes de financiación más estables y mejorar la salud financiera de las empresas, lo que conlleva a su vez a potenciar sinergias entre el crecimiento de los mercados y la eficiencia económica. Es por esto que se afirma que

(U)n buen gobierno corporativo deberá ofrecer incentivos apropiados al Consejo y al cuerpo directivo, para que se persigan objetivos que sirvan a los intereses de la sociedad y de sus accionistas, además de

---

de desarrollo económico; 3. Contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, conforme a las obligaciones internacionales. OCDE. Principios de gobierno corporativo de la OCDE, 2004. p.2. Véase en <<http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>>. Consultado el 28 de julio de 2011.

facilitar una supervisión eficaz. La existencia de un sistema eficaz de gobierno corporativo dentro de una sociedad determinada y dentro del conjunto de la economía, contribuye a generar el grado de confianza necesario para el funcionamiento correcto de una economía de mercado. En consecuencia, el coste de capital se reduce y se incita a las empresas a utilizar sus recursos de forma más eficiente, potenciando así el crecimiento<sup>71</sup>.

Si bien los principios no se limitan exclusivamente a discernir el dilema del control societario, es decir, a regular las relaciones que se presentan entre inversionistas y gestores del capital social -puesto que son variadas las circunstancias que afectan los procesos de toma de decisiones y de gobierno de las empresas- no es menos cierto que aquellos hacen especial énfasis en regular el problema de que trata la teoría del principal y el agente aplicada a la relación accionistas-administradores. En este sentido, ellos fungen como un mecanismo para coordinar la conducta del principal o accionista con la conducta del agente o administrador.

Conviene advertir que los principios de la OCDE son normas no vinculantes para las legislaciones de los países miembros y no-miembros de dicho organismo, de manera que sirven únicamente como una pauta para encaminar el que debería ser el contenido de las normas internas de cada país según los parámetros de buenas prácticas empresariales que ellos establecen y que corresponden a criterios internacionalmente aceptados por expertos en la materia. Es por ello que el solo hecho de sustraerse a la observancia de estos principios no puede generar *per se* un incumplimiento normativo ni para los gobiernos ni para los agentes del mercado; al no preverse su carácter de vinculantes, mal podría pensarse en que de su no acatamiento se derive algún tipo de consecuencia jurídica. No obstante lo

---

<sup>71</sup> IBID, p. 11.

anterior, se pretende que, cada vez más, los responsables políticos tengan en cuenta las directrices que los mismos prescriben como puntos de referencia a la hora de dictar la estructura legal y reglamentaria en materia de gobierno corporativo. Esta situación es reconocida en el propio texto de la OCDE, cuando se advierte que

(L)os Principios son un instrumento vivo que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, así como una guía para su implantación susceptible de ser adaptada a las circunstancias particulares de cada país o región.

(...) [Ellos] tienen un carácter no vinculante, y no pretenden la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales. Más bien, lo que pretenden es identificar objetivos y plantear diversos medios para alcanzarlos. Su propósito es servir como punto de referencia. Los responsables políticos pueden emplearlos a la hora de examinar y desarrollar unos marcos legales y reglamentarios en materia de gobierno corporativo que reflejen su propio entorno económico, social, legal y cultural, y los agentes del mercado, a la hora de desarrollar sus propias prácticas<sup>72</sup>.

Teniendo en cuenta su carácter no vinculante, se continúa con el estudio de aquellos principios que permiten aminorar la tensión que aparece con la difusión de la propiedad accionaria. Para esto, se parte de la lista que elaboró la OCDE, la cual fue revisada en el año 2003 mediante un proceso de consultas abiertas realizadas a los países miembros de dicha organización, con la finalidad de

---

<sup>72</sup> IDIB, págs. 4 y 14.

incorporar las mejores prácticas internacionales comúnmente aceptadas, recomendaciones y/o consultas en materia de gobernanza corporativa. Como resultado de este proceso, los principios fueron agrupados en seis categorías<sup>73</sup>, de las cuales abordaremos las siguientes:

A. Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad. Este es, pues, el tema de que trata el segundo principio de la OCDE, el cual consagra que “el marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas”.

Este principio busca que los dueños del capital de una empresa, como inversionistas expuestos a riesgos relativamente mayores que los otros grupos de interés de la sociedad (como los empleados, consumidores, competidores, tenedores de títulos, organismos reguladores de control y vigilancia, la comunidad y los proveedores de bienes y servicios de la sociedad) tengan garantizados y protegidos sus derechos sobre las utilidades estipuladas, a votar en las Asambleas de accionistas, a elegir las juntas directivas y a la propiedad.

De igual forma, a la luz de este principio resulta importante que se creen espacios para que cualquier accionista pueda formular preguntas y recibir respuestas de la dirección y de la junta directiva -incluidas las relativas a la auditoría externa anual- con antelación a las asambleas generales y dentro de ellas.

Entre los subprincipios comprendidos en este apartado, vale la pena resaltar aquel que establece la necesidad de prever como fundamental el derecho de los accionistas a obtener información relevante y sustantiva sobre la sociedad de

---

<sup>73</sup> Dichas categorías son: I. Garantizar la Base de un Marco Eficaz para el Gobierno corporativo II. Los Derechos de los Accionistas y Funciones Clave en el Ámbito de la Propiedad III. Tratamiento Equitativo de los Accionistas IV. El Papel de las Partes Interesadas en el Ámbito del Gobierno corporativo V. Divulgación de Datos y Transparencia y VI. Las Responsabilidades del Consejo.

forma puntual y periódica. Así como el que tienen los socios, no solo a participar de la toma de decisiones que impliquen cambios fundamentales en la sociedad sino también a ser informados de las mismas; dentro de tales decisiones se encuentran las reformas estatutarias, autorizaciones para la emisión de nuevas acciones y transacciones extraordinarias que en la práctica deriven en la venta de la compañía. El tema de la información es abordado con mayor profundidad en el siguiente principio.

B. Divulgación de datos y transparencia. En esta categoría se establece el quinto principio de la OCDE, según el cual “el marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa”.

En el ámbito societario, un régimen fuerte en materia de divulgación de información resulta fundamental como quiera que, al alentar una transparencia real, permite el ejercicio adecuado de los derechos de propiedad de los accionistas. Así, este mecanismo se convierte en un instrumento de protección de los inversores que, adicionalmente,

(P)uede ayudar a atraer capital y a que los mercados de capital mantengan su confianza. Por el contrario, la divulgación escasa de información y las prácticas carentes de transparencia pueden incitar a un comportamiento poco ético y contribuir a una pérdida de integridad por parte del mercado, a un alto coste no sólo para la sociedad y para sus accionistas, sino también para la economía en su conjunto. La información insuficiente o confusa podría mermar la capacidad de

funcionamiento de los mercados, incrementar el coste de capital y tener como consecuencia una mala asignación de los recursos<sup>74</sup>.

De allí la importancia de que la precisión, regularidad y fiabilidad de la información en torno a todas las cuestiones importantes de la sociedad sea asegurada dentro del marco del gobierno de las sociedades. Esta información debe detallarse de manera tal que permita evaluar la administración de la dirección y adoptar decisiones acerca del valor, la titularidad y el derecho de voto de las acciones.

Pero ¿cómo es posible determinar el tipo de información que debe ser divulgada? Este principio establece una lista dentro de la cual encontramos, por ejemplo, los resultados financieros; las políticas de remuneraciones aplicadas a los miembros del consejo y directivos principales, así como la información relativa a estos miembros; y los factores de riesgo previsible de la empresa. Es claro que se trata de un listado meramente enunciativo, no taxativo, y por ello puede ser complementado con un criterio de “materialidad” al que alude la OCDE al comentar este principio. En este orden de ideas, el parámetro que en cada caso permitirá establecer la cantidad mínima de información que debe ser revelada está dado por la “información material”, que se define como aquella que, al no ser suministrada o al proporcionarse erróneamente, puede determinar la toma de decisiones económicas en los usuarios de la información.

Otro aspecto esencial que aborda este principio consiste en la forma de elaboración y divulgación de la información, la cual debe ajustarse a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera. Para este propósito, la OCDE defiende el desarrollo de una normativa

---

<sup>74</sup> IBID, p. 49.



de alta calidad y con reconocimiento internacional de la mano de la cual sea posible comparar estados financieros y demás informes, e incrementar la transparencia de la información divulgada. En cuanto a los canales de divulgación, se resalta la necesidad de que aquellos que sean utilizados garanticen a los usuarios de la información un acceso igualitario, puntual y asequible.

Finalmente, resulta primordial plantear el tema de las auditorías en tanto ellas se erigen como una herramienta de gran ayuda para advertir posibles conductas oportunistas de los directivos. Al respecto, se llama la atención sobre la importancia de tener una fiscalización anual realizada por un auditor independiente, competente y cualificado que les proporcione a los accionistas una garantía externa y objetiva en cuanto a la fidelidad de los estados financieros con la real situación financiera y los resultados de la empresa. En lo que se refiere a auditorías externas, la OCDE ha querido hacer énfasis en dos aspectos. El primero de ellos consiste en reforzar la independencia de quienes las ejercen<sup>75</sup> y, el segundo, en establecer y fortificar su responsabilidad frente a los accionistas, al hacer que dichos auditores asuman frente a la sociedad el compromiso de aplicar la diligencia profesional debida en la realización de su labor.

C. Las responsabilidades del consejo<sup>76</sup>. Esta categoría da cuenta del sexto y último principio de la OCDE, que dispone que “el marco para el gobierno

---

<sup>75</sup> Para ello, el texto de la OCDE ejemplifica un conjunto de disposiciones que tienen por propósito promover la independencia de los auditores, como lo son “la prohibición total de servicios no relacionados con la auditoría que los auditores pueden prestar a los clientes que le han contratado a tal efecto, o la severa limitación de la naturaleza de los mismos, la rotación obligatoria de los auditores (tanto si se trata de los socios o, como en algunos casos, de la propia sociedad auditora), la prohibición de contratar de nuevo a un antiguo auditor hasta que no haya transcurrido un determinado período de tiempo y la prohibición de que los auditores o sus subordinados puedan tener un interés financiero o desempeñar un cargo directivo en las sociedades en las que llevan a cabo su auditoría”. IBID, p. 56.

<sup>76</sup> Es importante precisar que el término “(C)onsejo” es utilizado en el documento contentivo de los principios de la OCDE para abarcar distintos modelos nacionales de estructura del Consejo que podemos encontrar en los países miembros y no-miembros de la OCDE. “Las estructuras y procedimientos del Consejo varían tanto de un país de la OCDE a otro como dentro de los mismos países. Algunos países aplican un

corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas”.

En este punto, es importante realizar una observación. El documento de la OCDE, en su desarrollo, parte de un consejo que funge conjuntamente como órgano de administración (al estar integrado por miembros ejecutivos) y como órgano de supervisión (en tanto se encuentra compuesto por miembros no ejecutivos). Por esta razón, cuando se extiende sobre este principio mezcla funciones inherentes tanto a la gestión y dirección social como al ejercicio del control y supervisión, propio de una auditoría interna.

Realizada esta advertencia, se observa que, como órgano de administración, el consejo debe cumplir una función de dirección de la planeación social y obtención de una rentabilidad adecuada para los accionistas. Adicionalmente, en el cumplimiento de sus funciones le es fundamental evitar la aparición de conflictos de interés como quiera que uno de sus deberes más importantes radica en ajustar su comportamiento a los más altos intereses de la sociedad y de los accionistas, a quienes debe rendir cuentas de su gestión. Para el efecto, se establecen los deberes fiduciarios en cabeza de los miembros del consejo, los cuales les imponen el compromiso de actuar siempre de buena fe, con diligencia y lealtad.

Desde esta perspectiva de gestión, la función más relevante de dicho órgano consiste en “La revisión y orientación de la estrategia de la empresa, de los

---

sistema de dos niveles, asignando la función supervisora y la función de gestión a dos órganos diferentes. Por lo general, estos sistemas disponen de un “Consejo de Supervisión”, compuesto por miembros no ejecutivos y de un “Consejo de Administración” compuesto exclusivamente por ejecutivos. Otros países disponen de Consejos “unitarios”, que reúnen a los miembros ejecutivos y no ejecutivos en un mismo órgano. En algunos países también existe un órgano estatutario adicional encargado de la auditoría. Los Principios pretenden tener un carácter suficientemente general como para que puedan aplicarse a cualquier estructura del Consejo y cualesquiera que sean las funciones que desempeñan a la hora de gobernar la empresa y controlar la gestión”. IBID, p. 59.

principales planes de actuación, de la política de riesgos, de los presupuestos anuales y de los planes de la empresa; el establecimiento de objetivos en materia de resultados; el control del plan previsto y de los resultados obtenidos por la empresa; y la supervisión de los desembolsos de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía”<sup>77</sup>.

Por otra parte, es posible encontrar otro tipo de responsabilidades a cargo del consejo, que, al enfatizar en el control de los resultados de la gestión ejecutiva, dan cuenta de un órgano de supervisión. En este sentido, uno de los cometidos más relevantes del consejo reside en controlar y gestionar los potenciales conflictos de interés entre directivos y accionistas, incluido el uso inapropiado de los activos sociales. Así pues, esta función constituye una de las prácticas recomendadas por la OCDE que mayor impacto positivo pueden generar al momento de aportar una solución al problema que plantea la teoría del principal y el agente en sede de la relación accionistas-administradores; de allí la importancia de que sea incorporada y desarrollada en los ordenamientos internos.

Con el ánimo de fomentar el control sobre la gestión empresarial, la OCDE ha subrayado la necesidad de crear códigos éticos mediante los cuales se materialicen herramientas que le permitan a cualquier empleado de la sociedad denunciar comportamientos ilegales o que atentan contra la ética de la empresa, sin que se generen temores a represalias.

Ahora, existe otra labor que el consejo, en tanto órgano de supervisión, debe ejercer si quiere poner de su parte para proveer una buena gobernabilidad empresarial. Se trata de “garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría

---

<sup>77</sup> IBID, p. 61.

independiente, y la disponibilidad de sistemas de control adecuados y, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo, y garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables”<sup>78</sup>.

El cumplimiento acucioso de este deber supone la elaboración y puesta en práctica de “cadenas claras de responsabilidad y rendimiento de cuentas dentro de toda la organización”<sup>79</sup>.

Vale la pena extenderse sobre una última tarea que le debe ser respetada al consejo en cuanto sea el supervisor del trabajo que adelantan los directivos. Al respecto, se plantea como esencial que dicho órgano pueda emitir juicios objetivos e independientes en lo que se refiere a cuestiones relativas a la sociedad. Nótese que el desempeño adecuado de esta función es proporcional al nivel de independencia y objetividad que se les garantiza a quienes se encargan de realizar dichos juicios. Por tal motivo, en sistemas de un consejo de un nivel, lo recomendable es fortalecer la independencia y objetividad a través de la separación de los cargos de director general y presidente, o, cuando estos cargos recaigan en la misma persona, mediante la designación de un director principal sin funciones ejecutivas que convoque o presida las sesiones de los otros directores. Así pues, en principio, podría pensarse que los sistemas de dos niveles, donde se asignan la funciones supervisora y de gestión a dos órganos diferentes, permiten el fortalecimiento de la auditoría interna de la empresa toda vez que brindan un escenario de mayor objetividad e independencia.

---

<sup>78</sup> IBID, p. 25.

<sup>79</sup> IBID, p. 64.

## **2.2 NORMATIVIDAD NACIONAL**

En Colombia existe una gran cantidad de disposiciones normativas que se enmarcan dentro de lo que hemos denominado mecanismos de control, radicados bien sea, en cabeza de la sociedad, como de los accionistas, las cuales permiten moderar el riesgo de que los administradores desplieguen conductas oportunistas que se traduzcan en la expropiación del capital social de la empresa.

Estas normas se encuentran dispersas en diferentes preceptos a lo largo del sistema jurídico societario, especialmente consagradas en el Código de Comercio, ley 222 de 1995, ley 964 de 2005 y decreto 2555 de 2010 para el caso de las sociedades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que por regla general pueden estar listadas en Bolsa de Valores de Colombia y, las diversas circulares emitidas por la Superintendencia de Valores hoy, Superintendencia Financiera que versan en torno al tema de la Gobernanza Corporativa.

El presente acápite analizará, en primer lugar, las normas de contenido económico que conceden a la sociedad, entendida como una persona jurídica, herramientas de control sobre el ejercicio social adelantado por los administradores. En segundo lugar, se abordarán las disposiciones de ley que otorgan a los accionistas, individualmente considerados, instrumentos de control que les permiten aminorar el comportamiento oportunista de los gestores sociales.

### **2.2.1 Herramientas de control en cabeza de la sociedad**

A continuación se profundizará en aquellas normas de naturaleza económica que cumplen funciones de control sobre el comportamiento de los administradores y en esta medida, se constituyen en un campo de protección de los derechos de los

accionistas. Esta vigilancia es esencialmente promovida por el ente societario, entendido como una persona jurídica diferente a los accionistas.

El análisis normativo está segmentado en tres grandes grupos a saber: i) Normas relacionadas con el órgano de control denominado revisoría fiscal; ii) Normas que prescriben mandatos de hacer o no hacer a los administradores y iii) Normas que recopilan las prácticas y/o parámetros del gobierno corporativo.

Es de anotar que si bien aquellos tópicos tienen como objeto de regulación ámbitos societarios diferentes, tanto la revisoría fiscal como las normas relativas a los administradores sociales y la gobernanza corporativa son figuras que se encuentran instituidas en la legislación colombiana para asegurarles a los inversionistas sociales la protección de sus garantía en tanto delinean la conducta que han de acatar los gestores sociales en procura de la seguridad y conservación del patrimonio social.

- **Normas relacionadas con la revisoría fiscal cómo órgano de control**

La revisoría fiscal es una institución de orden público “cuyo objeto primordial es controlar las actuaciones de los administradores de la sociedad a fin de que no se extralimiten en el ejercicio de sus funciones, ni omitan cumplir las funciones legales y estatutarias que les corresponden”<sup>80</sup>

La función social que cumple el revisor fiscal en las sociedades comerciales está alineada para proteger los intereses de la sociedad y de los socios habida cuenta de que a una y a otros les asiste un beneficio en cuando a que la compañía no

---

<sup>80</sup> REYES. Derecho societario. Op. Cit., p. 679.

careza de órgano de control<sup>81</sup>. Es por ello que la revisoría fiscal recobra mayor ímpetu en aquellas sociedades no sometidas a la vigilancia de ninguna de las Superintendencias puesto que la misma se constituye como el principal órgano de fiscalización al interior de la sociedad toda vez que al revisor fiscal le corresponde cerciorarse de que las operaciones y funcionamiento que realizan los gestores sociales se ciñan a la ley y a la carta estatutaria de la sociedad y por lo tanto, “la revisoría fiscal procura asegurarles a los propietarios de las compañías, a los terceros y al Estado mismo, sobre el acatamiento que los administradores dan a las normas legales y estatutarias, sobre la seguridad y conservación de los activos sociales, y sobre la conducta que ha de observar en procura de la fidelidad de los estados financieros. Su actuar descansa en la confianza y credibilidad que inspira al dar fe pública”<sup>82</sup>.

Ahora bien, es importante recalcar que como la propuesta de este escrito versa en la construcción de una fórmula que, desde una perspectiva económica, permita un ejercicio eficiente del derecho de inspección en cabeza de los accionistas, tal y como se verá más adelante, es relevante precisar que el revisor fiscal actúa como un *fedatario público*, esto es, quien otorga certeza respecto de los balances y estados financieros de la sociedad, los cuales se constituyen como la materia prima objeto de inspección. Esta necesidad de fe pública,

(S)e justifica precisamente por los diversos intereses que concita la actividad de las sociedades mercantiles, incluida la función social que le reconoce la Carta a la empresa como base del desarrollo (C. P artículo 333).

---

<sup>81</sup> “La revisoría fiscal participa en el cumplimiento de las funciones y fines del Estado, razón por la cual se le impone el ejercicio de una labor eficaz, permanente, integral, independiente, oportuna y objetiva”. Corte Constitucional. Sentencia C-780 de 2001. M. P. Jaime Córdoba Triviño.

<sup>82</sup> Superintendencia de Sociedades. Circular Externa 14 de 1997.

Por ello la jurisprudencia ha hecho ver que la empresa, dada su función social, convoca permanentemente el interés legítimo del Estado y de diversos colectivos: trabajadores, acreedores, proveedores, consumidores, ciudadanos etc <sup>83</sup>.

Por último, el estatuto orgánico del sistema financiero, consagrado en el decreto 663 de 1993, en virtud del cual se regulan las relaciones de aquellas sociedades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera de Colombia que transan sus activos en el mercado financiero y de valores, establece en los artículos 72 y siguientes, las reglas de conducta y obligaciones legales que les asiste a los revisores fiscales. Aquella normatividad prescribe que toda entidad sometida a la Superintendencia referida, cualquiera sea su naturaleza, deberá tener un revisor fiscal designado por la asamblea general de accionistas o por el órgano competente. En este sentido, dicho órgano de fiscalización estará sujeto a las disposiciones de ley consagradas en el Código de Comercio.

- **Normas relacionadas con los administradores**

De conformidad con el artículo 22 de la ley 222 de 1995 los administradores de las sociedades comerciales son aquellas personas que ejercen o detentan facultades de administración, esto es, el representante legal, el liquidador, los miembros de juntas o consejos directivos y quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones. Al respecto, es preciso tener en cuenta que la función

---

<sup>83</sup> Corte Constitucional. Sentencia C-538 de 1997. M. P. Eduardo Cifuentes Muñoz.



esencial del órgano de administración es *netamente representativa*, es decir, servir de interlocutor entre la sociedad y los terceros<sup>84</sup>.

Ahora bien, dada la importante labor que desempeñan los gestores sociales y los inmensos poderes que éstos detentan, el legislador consideró necesario someterlos a un estricto código de conducta, precisando no sólo el marco general de sus actividades y funciones, sino estableciendo el régimen general de responsabilidad social de los administradores de las empresas comerciales.

En efecto, el artículo 24 de la ley 222 establece que los gestores sociales deberán emplear, en cumplimiento de sus funciones, el cuidado y la diligencia de un buen hombre de negocios y es por esto que responderán, *solidaria e ilimitadamente* por los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas, a título de dolo o culpa<sup>85</sup>.

Frente a este tema, la Superintendencia de Sociedades ha precisando que,

El cumplimiento u observancia de las pautas que enuncia esta ley [Ley 225 de 1995] para delinear el comportamiento ideal de los administradores, no significa el agotamiento de sus deberes. Estos solamente están limitados por la buena fe, la lealtad, la diligencia del buen hombre de negocios y los intereses de la sociedad y los asociados. De suerte que la frontera de sus deberes tiene que

---

<sup>84</sup> Por su parte, la Superintendencia de Sociedades en la circular externa 09 del 18 de julio de 1997 expresó que también debe ser considerado administrador, toda persona “que por razón de las responsabilidades propias de sus cargos, actúan en nombre de la sociedad, como sucede con los vicepresidentes, subgerentes, gerentes zonales, regionales, de mercadeo, financieros, administrativos, de producción, y de recursos humanos, entre otros”

<sup>85</sup> Es de anotar que los administradores están obligados a acatar unos deberes específicos de conducta, que en el caso concreto se redundan a obrar de buena fe, lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios en aras de que sus actuaciones estén alineadas para proteger los intereses de la sociedad y de los asociados. (Artículo 24 del Código de Comercio)

buscarse en los principios enunciados y no en la relación simplemente ilustrativa que trae el artículo 23 de la Ley 222 de 1995<sup>86</sup>.

En Colombia el marco regulatorio de los gestores sociales en cuanto a la elección e incompatibilidades de los administradores y miembros de la junta directiva está contemplado en el estatuto mercantil colombiano que se describen con detalle en el adjunto No. 2 del presente documento.

A continuación se analizarán dos supuestos normativos que resultan ser de particular interés para el tema objeto de estudio puesto que, tales normas obligan a los administradores a cumplir con ciertos deberes de conducta, lealtad y de transparencia. Estos mandatos de ley se resumen, en un primer lugar, en la prohibición de los administradores para enajenar o adquirir acciones de la sociedad y, en segundo lugar, en la obligación de los gestores sociales de suministrar al mercado la información de naturaleza relevante. Se observa:

## **1. Conflictos de Intereses**

El artículo 404 del Código de Comercio establece la prohibición para los administradores de las sociedades anónimas de enajenar o adquirir acciones del mismo ente societario, por sí o por interpuesta persona mientras estén en ejercicio de sus cargos, salvo que medie autorización de la junta directiva o de la asamblea general en la forma y términos establecidos en el mismo artículo, so pena de hacerse destinatarios de las sanciones que tal norma contempla.

---

<sup>86</sup> Superintendencia de Sociedades. Circular externa 09 del 18 de julio de 1997.

De la lectura del artículo 404 del estatuto mercantil se derivan los siguientes presupuestos para su aplicación:

1. Los sujetos de la prohibición mencionada son los administradores de sociedad, esto es, el representante legal, el liquidador, el factor, los miembros de juntas o consejos directivos y quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentan esas funciones de conformidad con lo dispuesto en el artículo 22 de la ley 222 de 1995;

2. Que se pretenda la enajenación o adquisición de las acciones de la misma sociedad en la que ejerce como administrador y mientras se encuentre ejerciendo este cargo;

3. Se puede realizar la operación, es decir, el administrador puede adquirir o enajenar acciones de la misma entidad en la que se desempeña como tal únicamente cuando la operación no se realice con fines especulativos. Adicionalmente, para hacer efectiva dicha medida, se exige que la enajenación que pretenda efectuarse a favor de los administradores deba ser autorizada por la junta directiva o en su defecto por la asamblea general de accionistas de la sociedad. Es relevante precisar que el permiso del órgano respectivo autorizando la enajenación o adquisición de las acciones que se encuentran en circulación, debe ser previo.

En este orden de ideas, es importante señalar que la finalidad que persigue la norma frente a los administradores “es impedir que éstos, prevalidos del conocimiento que su condición les permite sobre los negocios sociales, puedan especular con las acciones de la compañía adquiridas por si o por interpuesta

persona, en perjuicio de los accionistas que no participan en la administración”<sup>87</sup>.

## **2. Abusos de información relevante**

Como se ha dilucidado a lo largo de este trabajo, actualmente la información es el activo de mayor importancia con el que cuentan los agentes económicos para llevar a cabo el intercambio de bienes. Por la importancia de la información a las sociedades comerciales, especialmente las que poseen una estructura de capital disperso - como es el caso de las sociedades anónimas que cotizan en el mercado de valores - se les exige implementar sistemas idóneos que faciliten la clasificación, transmisión, fluidez e integridad de la información relevante.

Es por ello que la Superintendencia Financiera exige a las sociedades comerciales que tengan inscritos sus activos en la Bolsa de Valores de Colombia la obligación de divulgar al mercado, *en forma veraz, clara, suficiente y oportuna*, aquella información de naturaleza relevante, esto es, todo hecho y/o situación extraordinaria o significativa relacionada con el emisor o su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores<sup>88</sup>.

Frente a este tema es importante anotar que la responsabilidad por el envío de información significativa está en cabeza del representante legal de la entidad emisora habida cuenta de que aquél es el encargado de velar para que dicha información sea relevada inmediatamente acaezca el hecho so pena de poner en

---

<sup>87</sup> Superintendencia de Sociedades. Concepto 220-37375 del 30 de junio de 2000.

<sup>88</sup> Artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555 de 2010

riesgo la estabilidad del mercado, asegurar la transparencia del mismo y preservar los derechos de los inversionistas<sup>89</sup>.

Finalmente, es de anotar que la legislación penal también se ha encargado de regular el régimen de responsabilidad de los administradores. En este sentido, el artículo 258 del código penal, modificado por el 18 de la ley 1474 de 2011 incluye como delito la utilización indebida de información privilegiada, como a continuación se relaciona,

Artículo 18 de la ley 1474 de 2011: El que como empleado, asesor, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público.

---

<sup>89</sup> SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Guía para los emisores: Delegatura para emisores, portafolios de inversión y otros agentes. Bogotá, 2008. p. 11

- **Normas relacionadas con la gobernanza corporativa**

Con la expedición de la ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial No. 45.963 de 08 de julio de 2005, se buscó implementar en Colombia, varios aspectos ya regulados por la ley norteamericana “*Sarbanes-Oxley*” en cuanto al tema de buen gobierno corporativo para aquellas sociedades anónimas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)

En primer lugar es de anotar que aunque la ley “*Sarbanes-Oxley*” fue expedida en el marco normativo de Estados Unidos, ésta se ha constituido como un referente normativo para otros países, los cuales buscan adoptar una normatividad similar en cuanto al tema de buenas prácticas de gobierno corporativo.

Antes de entrar a analizar los aspectos de la ley 964 de 2005 en los que se percibe la influencia de la ley “*Sarbanes-Oxley*” es importante conocer los antecedentes de expedición de la referida disposición. En efecto, la “pseudo crisis” económica que siguió al atentado del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos trajo como consecuencia el debilitamiento de la estructura financiera de las grandes compañías de éste país, lo cual conllevó un impacto económico negativo en los mercados financieros internacionales.

Como respuesta a esta crisis financiera, el Congreso de los Estados Unidos expidió en el año 2002 la ley “*Sarbanes-Oxley*”, la cual tenía como objetivo fundamental establecer altos parámetros de prácticas de gobierno corporativo al interior de las compañías que negocian valores en los diferentes mercados de capitales. De igual forma, lo que se pretendió con dicha norma fue endurecer la labor de supervisión sobre este tipo de actividades.

Los efectos de esta ley y su respectiva reglamentación manifiesta el hecho de que las compañías estadounidenses y, en general las compañías a nivel mundial, tienen una preocupación permanente por satisfacer a plenitud los mandatos y prescripciones consagrados en las normas de buen gobierno corporativo, y aún más, existe un creciente interés en las sociedades comerciales que, esencialmente transan sus valores en el mercado de valores, por incorporar este tipo prácticas a su filosofía de actuación, asegurando al mercado y, especialmente a aquellos inversionistas que emplean sus servicios, altos estándares de gobierno corporativo que superan los mínimos legales.

Dado lo anterior, en segundo lugar se pueden observar, entre otras, las siguientes características que detenta la ley 964, mediante la cual, se ven reflejados varios aspectos de la referida ley “*Sarbanes-Oxley*”:

1. Responsabilidad del representante legal en cuanto a certificar que los estados financieros y otros informes relevantes para el público no contienen vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones del correspondiente emisor de valores (artículo 46 de la ley 964 de 2005);
2. Obligación del representante legal de informar a los órganos de control la existencia de sistemas adecuados de revelación y control (artículo 47 de la ley 964 de 2005);
3. Obligación de tener un número mínimo de miembros independientes que conforman la Junta directiva de los emisores de valores (artículo 44 de la ley 964 de 2005);
4. Obligación de tener, al interior de las empresas, un comité de auditoría conformado por los miembros independientes de la junta directiva (artículo 45 de la ley 964 de 2005);

5. Obligación de las juntas directivas de responder suficientemente y por escrito las quejas que presenten por lo mínimo el cinco por ciento (5%) de las acciones suscritas.(artículo 40 de la ley 964 de 2005)

No obstante lo anterior, la ley 964 se quedaba corta para regular todas las prácticas y reglas que se deben institucionalizar al interior de las empresas para que las relaciones entre administradores e inversionistas giren en torno a principios de transparencia y la eficiencia corporativa. En este sentido, en el año 2007 la Superintendencia Financiera de Colombia con el objetivo contribuir a la estabilidad, seguridad, confianza, promoción y desarrollo del mercado de valores colombiano produjo el llamado “Código País” de gobierno corporativo destinado a las sociedades inscritas en bolsa, el cual tenía como objetivo mejorar los estándares de gobierno corporativo de las compañías abiertas<sup>90</sup>.

El denominado “Código País” sobre mejores prácticas corporativas se expidió en virtud de la circular externa No. 028 del 11 de mayo de 2007 expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia, cuya finalidad no era otra que recomendar a los emisores que transan sus activos en el mercado de valores la implementación de prácticas y medidas de gobierno corporativo. En efecto, el primer “Código País” se estructuró a manera de “recomendación” pues cada año los emisores de valores tenían la obligación de responder y divulgar una encuesta relativa a las medidas que habían adoptado. La encuesta era elaborada en el formato “cumpla o explique”, de tal manera que el emisor que la diligenciara podía

---

<sup>90</sup> Vale la pena resaltar que desde el año 2001 la antigua Superintendencia de Valores expidió la resolución No. 275 que en su época, fue un avance para conformar un buen programa de gobernabilidad corporativa en Colombia, así sea entre las sociedades listadas que tenían la intención de ser destinatarias de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias. Además, esta resolución exigía la adopción de códigos de buen gobierno a las empresas que buscan transar sus bonos y acciones en el mercado de capitales. No obstante, a partir del 2007 la adopción del llamado “Código País” se volvió obligatoria para todas las sociedades emisoras de valores.



dar explicación acerca de la adopción o no de una medida, es decir, cuando la respuesta era negativa no era preciso dar explicación alguna.

En razón a la inconsistencia que presentaba dicho formato, en el 2011 la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de la circular externa 007 del 10 de febrero, modificó el instructivo anterior, en la medida en que frente a cada una de las preguntas de la encuesta que compone el “Código País”, el emisor deberá responder si adoptó o no las medidas recomendadas; y cuando su respuesta sea negativa, deberá explicar las razones por las cuales no adoptó la medida.

En este orden de ideas, es plausible concluir que si bien en un comienzo las compañías incorporaron las normas de gobierno corporativo con el único propósito de dar estricto cumplimiento a las diferentes exigencias que en esta materia imponían los Estados, en la actualidad la adopción e implementación de unos estándares internacionales de buen gobierno corporativo se lleva a cabo, cada vez más de manera voluntaria por los agentes que intervienen en el mundo de los negocios<sup>91</sup>. Lo anterior, toda vez que la gobernanza corporativa da lugar a un mercado financiero más desarrollado, que a su vez le permite a las empresas tener un acceso más amplio a recursos financieros y a un costo menor, lo cual redundará en mayores tasas de crecimiento y generación de empleo.

---

<sup>91</sup> Este cambio de actitud entre los inversionistas y las empresas destinatarias de las normas y que obedece a los múltiples beneficios que él reporta, se puede ver ejemplificado con el estudio publicado por el International Shareholder Services Global Institutional Investor Study, correspondiente al año 2006. De conformidad con el citado artículo, 7 de cada 10 inversionistas consideran el buen gobierno corporativo como “extremadamente” o “muy importante”. Las compañías encuestadas creen que la falta del mismo puede, inclusive, dejar fácilmente a la empresa fuera del mercado. El 32% de las compañías consideran que el seguimiento de unas buenas prácticas de gobierno corporativo ha mejorado notablemente su imagen ante el mercado. Véase el referido estudio en <[www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp](http://www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp)> Consultado el 8 de mayo de 2011.

De tal forma, implementar y adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo al interior de una empresa es un factor diferenciador frente a aquellas que no las tienen puesto que las primeras serán el rasero para determinar el nivel de desarrollo de gobierno corporativo de los emisores, de tal manera que los inversionistas darán la mayor importancia y verán con mayor confianza a aquél que adopte e implemente tales parámetros.

No obstante lo anterior, es necesario advertir que la elaboración de normas que regulen el ámbito del gobierno corporativo cada vez es más ardua puesto que, los costos de transacción y los problemas de asimetrías de información son mayores que las reglas que tratan de garantizar y verificar el cumplimiento del acuerdo societario suscrito entre administradores y accionistas.<sup>92</sup>

Esto también lleva a que muchos de los mecanismos normativos tendientes a solucionar los problemas organizativos que se presentan entre los administradores y accionistas - fruto de la disociación existente entre los dueños del capital y la gestión social que detentan los administradores - no funcionen correctamente o simplemente, resultan ser insuficientes para disminuir los costos de transacción *ex post* que resultan de la imposibilidad de regular, *completamente*, el potencial comportamiento oportunista por parte de los gestores sociales.

Para terminar esta sección podemos concluir que las falencias en materia de gobierno corporativo han generado un interés creciente en las sociedades por satisfacer a plenitud, y hasta con creces, los requerimientos legales que se exigen en este escenario; hoy, la mayoría de las empresas consideran que las prácticas de buen gobierno corporativo constituyen uno de los elementos necesarios en el ejercicio de la actividad del ente societario, por lo que muchas de ellas se

---

<sup>92</sup> Prats Oriol, Joan. Revisión crítica de los aportes del institucionalismo. En: Revista de Economía Institucional. No. 16; Bogotá (primer semestre de 2007), p. 136.

encargan de superar las exigencias mínimas legales, especialmente en ir más allá de los parámetros de ley impartidos por la Superintendencia Financiera, en aras de asegurar al mercado y a aquellas personas que emplean sus servicios, altos estándares en materia de ética empresarial.

### **2.2.2 Herramientas de control en cabeza de los accionistas individualmente considerados**

Los mecanismos que permiten reducir las actuaciones oportunistas de los administradores están radicados unos, en cabeza del ente societario, tal y como se mencionó en el acápite anterior y otros, están asignados exclusivamente a los accionistas. En este contexto, dentro de los controles que han sido atribuidos a los inversionistas sociales encontramos dos, a saber: i) El ejercicio del *derecho de inspección* y ii) las *acciones procesales* que los mismos pueden adelantar, tales como la acción social de responsabilidad y la impugnación de actas sociales.

En este acápite se analizará únicamente la figura del derecho de inspección, entendida como una herramienta de control a disposición de todos los socios que permite reducir el conflicto de interés que aqueja a los inversionistas sociales, ya que en principio es dable afirmar que todos los accionistas, sin importar el porcentaje de participación que detenten sobre el capital social, estarán de acuerdo en costear un procedimiento que resulte ser más eficiente a la hora de ejercer el derecho de inspección, puesto que las bondades que resultan de realizar una inspección calificada se distribuyen, uniformemente, sobre todos los accionistas de la sociedad.

Por el contrario, el presente trabajo no profundizará en las herramientas de control que brinda a los accionistas las acciones procesales toda vez que es muy difícil,

sino imposible, lograr un acuerdo unánime por parte de todos los asociados de la empresa que permita interponer bien sea, una acción social de responsabilidad o bien, una acción de impugnación de actas sociales, pues en tales eventos no es posible predicar que el beneficio de ejercer tales acciones procesales se distribuya por igual sobre todos los asociados.<sup>93</sup>

No obstante lo anterior, para mayor claridad del lector, a continuación se describe los citados mecanismos de control que pueden ser adelantados por los accionistas de la sociedad.

## **A. Acciones procesales**

### **➤ Acción Social de Responsabilidad**

La conducta antijurídica por la que se condena a los administradores, a través de la acción social de responsabilidad, es la que procede cuando el comportamiento de los gestores sociales lesiona directamente los intereses de la sociedad y de sus accionistas. El régimen general de responsabilidad de los administradores está contenido en el artículo 25 de la ley 222 de 1995, el cual es aplicable a las sociedades comerciales, bien sea que coticen o no en la Bolsa de Valores de Colombia.

La finalidad del régimen de responsabilidad social radica en que los administradores respondan, solidaria e ilimitadamente por los perjuicios que cause

---

<sup>93</sup> Como se verá más adelante, tanto la acción social de responsabilidad como la de impugnación de actas tiene que promoverse por un número mínimo de accionistas que representen un porcentaje significativo dentro del capital social. Por tal motivo, dada la imposibilidad de que todos los accionistas otorguen un consentimiento previo para poder promover las respectivas acciones procesales, habida cuenta de que el beneficio de costear o proveer las mismas no se reparte sobre todos los inversionistas sociales, se considera que no es eficiente partir de una herramienta de control que presente intrínsecamente tales problemas.

su obrar oportunista a la sociedad, esto es, la presente norma “busca reconstruir el patrimonio de la sociedad, cuando este ha sido diezmado por la acción u omisión de sus administradores”<sup>94</sup>

La potestad de iniciar la acción legal de responsabilidad está en cabeza del máximo órgano social, cuando la decisión se efectuó por la mitad más una de las acciones representadas en la respectiva reunión. En este caso, la convocatoria podrá realizarse por un número de socios que represente por lo menos el veinte por ciento (20%) de las acciones en que se halle dividido el capital social.

La ley le da tanta importancia a esta acción que en el evento de no iniciarse dentro de los tres meses siguientes a la decisión de la asamblea, la misma podrá ser ejercida por cualquier administrador, el revisor fiscal o por cualquiera de los socios en interés de la sociedad.

#### ➤ **Acción de impugnación de actas**

En lo que atañe al tema de impugnación de actas<sup>95</sup> de asambleas, la normatividad del Código de Comercio (artículo 191 y siguientes) establece su viabilidad y el procedimiento para que la misma se surta.

Así las cosas, los administradores, los revisores fiscales y los socios ausentes o disidentes podrán impugnar las decisiones de la asamblea cuando aquellas no se ajusten a las prescripciones legales o a los estatutos, dentro de los dos (2) meses

---

<sup>94</sup> REYES, Francisco. Derecho societario. Op. Cit., p. 607.

<sup>95</sup> El acta es el “documento legal privado a través del cual se relata todo lo sucedido en la correspondiente reunión, bastando [SIC] para su aprobación la manifestación del máximo órgano o de las personas que éste designe. Por tanto, si aquella presenta lo ocurrido en forma deficiente, se puede abstener de aprobarlo hasta tanto se realicen las correcciones a que haya lugar, evitando de paso realizar aprobaciones parciales dado que el documento es uno solo y como tal inescindible” (Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-28028 del 30 de julio de 2001)

siguientes a la fecha de la reunión en la cual se tomó la decisión, salvo que se trate de acuerdos o actos que deben ser inscritos en el registro mercantil, caso en el cual el término referido se cuenta a partir de la correspondiente inscripción.

## **B. Derecho de inspección**

El derecho de inspección funge como una institución de fiscalización individual a favor de los accionistas que surge por el por sólo hecho de detentar tal calidad, puesto que quién invierte en una sociedad debe tener la posibilidad de conocer la información de la misma para poder tomar decisiones informadas.

Es por ello que ésta prerrogativa de carácter individual se constituye en un verdadero derecho subjetivo a favor de los socios o accionistas que son ajenos a la administración social que los habilita para examinar, directamente o mediante delegado, los libros y comprobantes de la sociedad a efecto de que puedan conocer la situación financiera de la empresa en la cual realizaron sus aportes.

Este derecho cobra mayor fuerza en las sociedades de capital puesto que el accionista es considerado como un propietario indirecto de los bienes sociales y como tal, tiene derecho a acceder a los libros sociales a fin de controlar la labor de los administradores sociales<sup>96</sup>.

En el sistema societario colombiano, el derecho de inspección se encuentra regulado en el Código de Comercio, en los artículos 446 y 447 y la ley 222 de

---

<sup>96</sup> *"The right of the shareholder to ascertain how the affairs of his company are being conducted by its directors and officers is founded on his beneficial interest through ownership of shares and the necessity of self protection"* esto quiere decir que "El derecho de los accionistas para determinar cómo los asuntos de su empresa se llevan a cabo por sus directores y ejecutivos se basa en su derecho de usufructo con la propiedad de las acciones y la necesidad de su misma protección" BALLANTINE, Henry Winthrop. On Corporations. Chicago: Callaghan and Company, 1946. p.376.

1995 en el artículo 48 para la sociedad anónima y en el artículo 369 del Código de Comercio para la sociedades de naturaleza limitada.

Es así como en la sociedad anónima - en donde separación entre propiedad y el control de una empresa cobra mayor sentido - los accionistas podrán inspeccionar libremente los libros y papeles sociales, bien sea directamente por el asociado o mediante apoderado, dentro de los quince (15) días hábiles anteriores a la reunión de la asamblea general en que se examinen los balances de fin de ejercicio, siendo por tanto obligación de los administradores sociales poner a disposición de los asociados, en la oficinas<sup>97</sup> donde opere la administración, durante el mismo período la documentación social que corresponda.

Es de anotar que la normatividad societaria no hace un señalamiento taxativo de los documentos que deben ponerse a disposición de los accionistas para que éstos ejerzan su derecho de inspección, por lo que se debe remitir a los pronunciamientos que para el efecto han expedido las Superintendencias que ejercen la respectiva vigilancia y control sobre las sociedades comerciales. En efecto, la Superintendencia de Sociedades ha estimado que deben incluirse dentro del derecho de fiscalización individual todos aquellos documentos que le permitan a los accionistas documentarse suficiente y adecuadamente, sobre los aspectos jurídico- contables de la sociedad en aras de posibilitar una participación activa en la asamblea ordinaria y votar las proposiciones con conocimiento de causa.

De igual forma, la referida entidad<sup>98</sup> ha considerado que de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 446 y 447 del Código de Comercio, los libros y

---

<sup>97</sup> Es claro que el lugar para ejercer el derecho de fiscalización individual está en las oficinas de administración que funcionen en el domicilio principal de la sociedad. Por lo tanto, no podrán los administradores trasladar los documentos a un lugar diferente. REYES, Francisco. Derecho societario. Op. Cit., p.453.

<sup>98</sup> SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Doctrinas y Conceptos Jurídicos, 1995. págs.173-174

documentos que deben ponerse a disposición de los accionistas para efectos de ejercer el derecho de inspección son los siguientes:

1. Libros de contabilidad con los comprobantes y documentos que justifiquen los asientos consignados en los mismos;
2. La correspondencia que la sociedad dirija y la que reciba con ocasión de los negocios sociales como quiera que forma parte de los papeles del comerciante;
3. Los documentos que señalan los artículos 446 y 447 del Código de Comercio<sup>99</sup>;
4. El libro de actas de la asamblea general de accionistas y junta directiva;
5. El libro de Registro de Accionistas.

No obstante lo anterior, es pertinente señalar que si bien los accionistas pueden examinar los libros y papeles de la compañía, este derecho no es ilimitado, pues la inspección apunta a verificar el contenido de los documentos referidos, sin que dicho ejercicio pueda convertirse en un obstáculo permanente que atente contra la buena marcha de la empresa. Al respecto, la Superintendencia de Sociedades ha señalado lo siguiente

(Y) es que no fijar ciertos límites para ese fin conllevaría de manera ostensible a que se atentara contra la buena marcha y el desarrollo de la sociedad; de allí la aceptación plena de que el mismo, bajo unos parámetros previamente establecidos, pueda a la luz de un cabal entendimiento y sin desbordar los principios legales que le dan vida,

---

<sup>99</sup> Los citados artículos del Estatuto Mercantil prescriben que deben incluirse dentro del derecho fiscalización individual los siguientes documentos: a. El balance de cada ejercicio; b. El detalle completo de la cuenta de pérdidas y ganancias del correspondiente ejercicio social; c. Un proyecto de distribución de utilidades repartibles; d. El informe de la Junta directiva sobre la situación económica y financiera de la sociedad, que contendrá además de los datos contables y estadísticos pertinentes; e. El informe escrito del revisor fiscal y f. Los libros comerciales y contables de la sociedad.



reglamentarse adecuadamente, sin que esto conlleve, es obvio, a que se vuelva nugatorio<sup>100</sup>.

Los accionistas por ejemplo, no tienen derecho a pedir copias habida cuenta de que este acto desbordaría la naturaleza del derecho de inspección. No obstante, mediando autorización del máximo órgano social, los asociados pueden sacar las fotocopias que consideren necesarias y que estén íntimamente relacionadas con los temas que sean objeto del derecho de inspección<sup>101</sup>. De igual forma, siempre y cuando los administradores cumplan juiciosamente con la exhibición de los documentos de cada ejercicio social, no resulta tampoco procedente que los accionistas soliciten la inspección documentaria respecto a documentos que versen sobre secretos industriales o cuando se trate de datos que de ser divulgados, puedan ser utilizados en detrimento de la sociedad<sup>102</sup>.

Por otra parte es relevante precisar que de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 48 de la ley 222 de 1995, los administradores que impidan el ejercicio el derecho de inspección o el revisor fiscal que conociendo aquel incumplimiento se abstuviere de denunciarlo oportunamente, incurrirán en causal de remoción, sin perjuicio de las demás acciones legales o peales a que hubiere lugar.

---

<sup>100</sup> Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-109678 del 2 de diciembre de 1999.

<sup>101</sup> "La libertad del asociado según las voces del artículo 369, es la de examinar, vocablo este, que no tiene una connotación diferente a la de escudriñar con cuidado y diligencia el tema de su interés, pero no va más allá de una simple inspección; esto es, que el asociado no puede, con base en la norma en comento, reclamar a los administradores de la sociedad nada distinto; sacar fotocopias o exigir las, supera el derecho allí consagrado (...) lo cual no obsta, como también se expuso en la misma oportunidad "(...) para que en un momento dado la junta de socios, máximo órgano social, determine la viabilidad de conceder cierta libertad a favor de los asociados, para que al examinar los distintos papeles de la empresa en el ejercicio del derecho de inspección, se les permita sacar directamente o solicitar a la administración las fotocopias que a bien tengan". Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-58126 del 17 de junio de 1999.

<sup>102</sup> "El propósito del accionista requirente debe ser legítimo, pues de lo contrario se podría caer en situaciones de abuso, como por ejemplo tratar de entregar información a competidores o enviar a un agente de bolsa una lista de clientes potenciales a partir de obtener una información acerca de quiénes son los restantes accionistas de la sociedad "inspeccionada". Tribunal Argentino. Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial. Sentencia del 28 de febrero de 2005.

De lo anterior es posible concluir que, al ser el derecho de inspección una herramienta de control a favor de los accionistas, aquella resulta ser necesaria para el cabal ejercicio del derecho de voto y, mediante el cual se puede controlar la gestión social de los administradores, todos los inversionistas sociales, sin importar su porcentaje de participación sobre el capital social de la empresa, manifestarán su consentimiento para costear o proveer un procedimiento que resulte ser más eficiente a la hora de ejercer el derecho de inspección, tal y como se desarrollará en el capítulo subsiguiente.

Lo anterior cobra sentido por el hecho de que un accionista, individualmente considerado que, ejerce el derecho de inspección, no es el único propietario indirecto del capital social, sino que por el contrario existen otros accionistas que al tener también interés legítimo sobre los documentos jurídico- legales objeto de inspección, aquél tendrá que ser tutelado en iguales condiciones y, es por ello que resulta viable que todos los asociados pacten, vía una arreglo privado, cómo aquel derecho político se tornará más eficiente con el fin obtener el mayor beneficio del capital aportado.

### **2.3 El aporte del derecho a la disminución de los costos de transacción**

De acuerdo a lo que se ha señalado hasta el momento, la teoría del principal y el agente parte de la existencia de

Una relación en la que un sujeto llamado “principal” delega algunos derechos en cabeza de otro sujeto llamado “agente”, por intermedio de un contrato cuyo objeto es representar los intereses del principal a cambio de un pago de cualquier naturaleza. El problema se refleja en

que, dado el individualismo y el oportunismo, los intereses del principal no siempre se reflejan en el agente. De esta manera, el principal, al elegir a su agente, tiene información asimétrica que le impide conocer los intereses del agente. Esto desarrolla entonces, lo que los economistas conocen como riesgo moral<sup>103</sup>.

Bajo estos planteamientos, y al tener en cuenta su aplicación al escenario empresarial, se ha indicado que las transacciones mediante las cuales los administradores despliegan conductas oportunistas, en cuya virtud se ven perjudicados los intereses de los accionistas, se reflejan en la economía como intercambios ineficientes en tanto producen un incremento en los costos de transacción. En este contexto, los ordenamientos jurídicos se encargan de crear ciertas normas de derecho societario que resultan ser eficientes como quiera que permiten reducir los costos de transacción que genera la situación descrita.

En este sentido, se observa que la institución del derecho es importante para las ciencias económicas en cuanto dirige el comportamiento individual de los agentes hacia una dirección particular, de manera que provee una estructura delimitadora que establece hasta donde agentes se les está permitido obrar y por ello, reduce la incertidumbre predicable a las relaciones de agencia. En palabras de North “las instituciones (...) definen la estructura de los incentivos de sociedades y específicamente de economías”<sup>104</sup>.

Ahora bien, la existencia de los contratos incompletos, que en el caso objeto de estudio recae en el contrato societario, genera incentivos para que los administradores cometan conductas oportunistas que tiendan a maximizar su

---

<sup>103</sup> MÁRQUEZ. Carlos P. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Op. Cit., p. 215.

<sup>104</sup> NORTH, Douglass C. Op. Cit., págs.13-14.

bienestar social sobrepasando los intereses de los accionistas. En la medida en que la formulación de contratos completos es imposible desde una perspectiva económica y, con la finalidad de aminorar los costos de transacción que se ocasionan como consecuencia del conflicto de intereses entre accionistas y administradores sociales, entendidos como los valores que dejan de percibir los inversiones sociales por la ejecución incompleta de las prestaciones esperadas por el gestor social, las normas jurídicas que cumplen funciones económicas resultan ser eficientes en cuanto reducen los costos de transacción.

En este contexto puede afirmarse que,

(L)a existencia de normas jurídicas que aseguren que las partes no pueden incumplir gratuitamente sus promesas contractuales es por lo tanto un factor que contribuye a reducir los costos de transacción en situaciones como la descrita. En efecto, si la segunda parte sabe que su incumplimiento la obliga a indemnizar a la primera parte, esto puede hacer que –cuando tenga que decidir si cumple o no con su obligación– halle más conveniente cumplir que incumplir y el contrato termine llevándose a cabo tal como fue pactado<sup>105</sup>.

Por lo tanto, lo que determina la existencia del derecho como institución social es su capacidad para disminuir los costos de intercambio que resultan del hecho de que los contratos, *per se*, son incompletos. No obstante lo anterior, se hace necesario advertir un grave problema que presentan ciertas normas jurídicas de raigambre económica, en lo que se ha denominado los costos de agencia.

---

<sup>105</sup> COLOMA, G. Op. Cit., p.60.

## 2.4 Los efectos de las normas que reducen costos de transacción

Si bien es cierto que algunas disposiciones jurídicas del sistema normativo disminuyen las ineficiencias generadas con los costos de transacción, conforme se explicó en el apartado anterior, también es cierto que el ejercicio de los mecanismos que ellas crean con el fin de aminorar el problema que encierra la teoría del principal y el agente, produce paralelamente el incremento de lo que se conoce como “costos de agencia”<sup>106</sup>, que figuran como uno de los componentes esenciales del análisis económico del derecho societario.

Dichos costos pueden ser entendidos como aquellas expensas en que los accionistas, en tanto principales, y los administradores, como agentes, deben incurrir con el objetivo de aminorar los riesgos inherentes a la relación de agencia, lo que les permite a los primeros lograr recuperar la inversión realizada y beneficiarse de la obtención efectiva de una rentabilidad razonable.

De acuerdo con Jensen y Meckling<sup>107</sup> los costos de agencia pueden ser de tres clases, a saber:

1. Unificación. Son asumidos por el agente o administrador en virtud de todas las actividades que éstos realizan con el fin de convencer a los accionistas de que están haciendo su mejor esfuerzo en aras de obtener los resultados proyectados.
2. Pérdida residual. Estos surgen debido a la divergencia de intereses entre administradores y accionistas que conduce a que cada uno busque la

---

<sup>106</sup> También son conocidos en la literatura como costos de mandato (En inglés, “agency costs”) o costos de monitoreo.

<sup>107</sup> JENSEN, M & MECKLING, W. The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. En: MENDES, Germano. Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009. págs. 16 y 17.

maximización egoísta de sus funciones de utilidad. En otros términos, se refiere a las pérdidas generadas por los comportamientos oportunistas que pueden desplegar los directivos sociales.

3. Monitoreo. En ellos incurren los accionistas y la sociedad al hacer uso de los mecanismos de supervisión requeridos para garantizar que la administración de la empresa se realice conforme a lo esperado.

Para los propósitos de este escrito, resulta fundamental hacer especial énfasis en esta clase de costos. En este sentido, se puede señalar, junto con el profesor Francisco Reyes, que los costos de agencia corresponden a “la erogación que representa la vigilancia que [el agente] debe ejercer sobre el mandatario [o principal] para evitar la infidelidad en la ejecución de tales prestaciones. Solo mediante un escrutinio riguroso sobre la actividad del mandatario, podrá el mandante atenuar el impacto económico adverso que surge de la actuación oportunista por parte del mandatario”<sup>108</sup>.

Si se mira con atención, es posible advertir que los costos de agencia, en la medida en que constituyen costos de monitoreo, aparecen como una consecuencia obligada en toda organización empresarial puesto que solo al incurrir en ellos se puede asegurar que las obligaciones del agente o administrador se cumplan conforme al contrato suscrito. Es por ello que, en aras de evitar conductas abusivas de parte de los directivos, como la ejecución descuidada de sus prestaciones o el uso indebido de las ganancias de la empresa, se hace indispensable que los principales asuman una serie de costos de fiscalización, cuyo valor resulta proporcional al nivel de complejidad de las tareas delegadas a los agentes y al grado de discrecionalidad que se les otorgue para el cumplimiento de sus deberes.

---

<sup>108</sup> REYES. Derecho societario en Estados Unidos. Op. Cit., p. 24.

En este punto, es importante recordar que algunas de las normas de derecho societario se encargan de consagrar instrumentos de vigilancia y control sobre la gestión de los administradores y, en esa medida, los costos de agencia aparecen con el ejercicio de dichas herramientas normativas. Ellas, como se vio con antelación, prevén facultades de vigilancia y control tanto para los accionistas como para la sociedad, en tanto persona jurídica. A manera de ejemplo, se pueden mencionar el órgano de fiscalización interno y las auditorías externas como instrumentos cuya puesta en marcha genera costos de agencia para el ente societario. A nivel de los accionistas, se observa que dichos costos se reducen al ejercicio de dos derechos consagrados a su favor, a saber (i) el de inspección y (ii) los derechos procesales, que comprenden por ejemplo la impugnación de actas y la acción social de responsabilidad promovida por ellos.

Finalmente, es fundamental entender que, aunque los costos de agencia podrían llegarse a suprimir mediante la determinación exacta de las labores a cargo de los directivos, esto no es deseable toda vez que, con ello, se estaría truncando cualquier iniciativa que desconozca las indicaciones otorgadas, por más beneficios que pudiera reportarle a los negocios sociales. En palabras de Reyes, “tal proceder acarrearía, sin duda, una restricción excesiva en la discrecionalidad del mandatario, que daría lugar a la pérdida de su creatividad y capacidad de innovación. Es por ello por lo que el equilibrio al que se propende en la organización societaria se orienta a procurar que tales costos de mandato se reduzcan a sus justas proporciones, en lugar de suprimirse definitivamente”<sup>109</sup>.

---

<sup>109</sup> IBID, p. 26.

### **3. ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA DEL DERECHO DE INSPECCIÓN**

Si se tienen en cuenta las funciones que cumple el derecho en el ámbito económico, especialmente en el entorno societario, vale la pena reiterar que las disposiciones normativas que consagran el ejercicio del derecho de inspección a favor de los accionistas, los facultan, en sentido estricto, a solicitar información que de otro modo no tendrían a su alcance; toda vez que, por imperativo legal, los asociados tienen la potestad de requerir la documentación inspeccionada, sin necesidad de pedirla rogada a la sociedad.

Bajo este escenario, se propone una solución económicamente eficiente que permita controlar el eventual comportamiento oportunista de los administradores y, con ello, lograr una reducción significativa de los costos de agencia. Con este propósito, se plantea la suscripción de un acuerdo voluntario por cuya virtud todos los accionistas de la sociedad se obliguen a sufragar el costo de proveer el bien público “derecho de inspección”, lo que implica estipular la manera en que se financiará esa expensa común y la forma en que dicho bien será provisto. Este panorama conducirá al uso de las herramientas que propone la teoría de juegos, particularmente el conocido “dilema del prisionero”, mediante el cual se expondrán las razones por las cuales, en ciertos sistemas societarios, es necesaria la cooperación por encima de la competencia.

En esta instancia, es importante recalcar la propuesta del presente escrito, cual es la construcción de una fórmula que, desde una perspectiva económica, permita un ejercicio eficiente del derecho de inspección en cabeza de los accionistas y, en esta medida, una fiscalización más efectiva sobre la gestión social realizada por los administradores, al contemplar la necesidad de que los costos de agencia



generados en el ejercicio de tal derecho sean asumidos eficientemente.

Para tal fin, deben realizarse dos advertencias que permitirán comprender las razones por las cuales la propuesta girará exclusivamente en torno al derecho de inspección. En párrafos anteriores, se dijo que la función de administración a cargo de los directivos puede ser controlada tanto por la sociedad como por los accionistas, a través de mecanismos consagrados normativamente a favor de unos y otros. En este orden de ideas, la primera consideración consiste en señalar que, de acuerdo al desarrollo que ha tenido el texto, basado en el papel de los accionistas en tanto principales, se ha descartado la inclusión de los medios de control a cargo de la sociedad en la propuesta que se va a realizar.

Para efectuar la segunda observación, vale la pena revisar un poco el proceso de consolidación de la fórmula que se va a proponer. Una vez circunscritos en los instrumentos de control a favor de los accionistas, se dijo que, en aras de que los mismos fuesen ejercidos de manera eficiente, su puesta en práctica debía ser costeadada por la totalidad de los asociados mediante un acuerdo privado que los obligara en dicho sentido. No obstante lo anterior, tal planteamiento se topó con una dificultad en virtud de la cual, su aplicación solo sería dable respecto del ejercicio del derecho de inspección. Como se explicó previamente, los mecanismos de control en cabeza de los accionistas sobre la gestión de los administradores son (i) los derechos procesales, como la impugnación de actas y la acción social de responsabilidad, y (ii) el derecho de inspección. Debido a que la propuesta sugerida, que será desarrollada más adelante, parte de la existencia de un acuerdo de voluntades suscrito por la totalidad de los accionistas, se ve poco probable que éstos acepten sufragar incondicionalmente los costos del ejercicio de los derechos procesales, cuando es posible que los actos atacados mediante dichas acciones ni siquiera los perjudiquen, o incluso, los favorezcan. En este orden de ideas, la segunda observación consiste en advertir que el modelo a desarrollar se basa únicamente en el derecho de inspección como herramienta de

control societaria a favor de los accionistas, y las razones para que ello sea así.

Explicado lo anterior, es posible aplicar el análisis que se efectuó en el capítulo antecedente, al señalar que si bien los artículos 447 del código de comercio y 48 de la ley 222 de 1995, que prevén el derecho de inspección, permiten reducir los costos de transacción y, en esta medida, las ineficiencias, al consagrar un mecanismo de control de la administración social que ayuda a evitar y advertir posibles conductas oportunistas desplegadas por los directivos, no es menos cierto que el ejercicio de aquel derecho genera, a su vez, un incremento en los costos de agencia, en tanto costos de monitoreo, que deben ser asumidos por los accionistas.

El primero de tales costos, y quizá el más importante, se refiere al mínimo necesario para un adecuado ejercicio del derecho de inspección, es decir, para efectuar un control y monitoreo de la gestión de los administradores sociales con un alto grado de efectividad. Se trata del pago de honorarios de, por lo menos, un contador público y un abogado que se encarguen de examinar los libros y papeles de la sociedad. Si se tiene en consideración que la finalidad del tal derecho radica en que los accionistas tengan la posibilidad de revisar los libros y documentos sociales en aras de informarse acerca de la actividad de la sociedad, es entendible que para sacar un verdadero provecho de tal revisión se requieran personas calificadas intelectualmente en materias contable y jurídica, conocimiento que les permitirá llevar a cabo un análisis exhaustivo y riguroso sobre los estados financieros y demás documentos de la empresa. Así, la ley permite que el ejercicio del derecho de inspección se lleve a cabo por intermedio de un representante o más –al entender que el análisis de la documentación puede suponer temas de diferente naturaleza- toda vez que reconoce que el accionista no siempre goza de los conocimientos suficientes para tal fin. Al respecto, la Superintendencia de Sociedades se ha manifestado al señalar lo siguiente:

(...) (E)l derecho de inspección es inherente a la calidad de accionista, de cuyo ejercicio puede disponer, directamente o por medio de un representante, siendo en tal caso de su discreción escoger la persona que a bien tenga designar, pues la ley no contempla limitantes sobre el particular.

(...) En lo que hace a la pregunta formulada en el punto número 4, donde consulta si el ejercicio de este derecho puede ser ejercido por una o varias personas, vale decir que, en principio, si bien se reconoce a un sólo representante por cada asociado, tampoco hay norma que establezca limitantes al respecto, por lo que nada se opone a que un asociado que vea la necesidad de la concurrencia de más de una persona en razón de su especialidad por ejemplo: la presencia suya y la de un abogado; o la de éste y la de un contador, confiera autorización a estos profesionales precisando sus facultades, de suerte que los resultados del examen adelantado le brinden una visión clara y objetiva de los libros y documentos de la empresa, como de la gestión de los administradores, que le permitan intervenir con fundamento en la reunión de asamblea.

Lo anterior no obsta para que los asociados deban someterse a las pautas que en cada sociedad se fijen en orden a permitir el derecho de inspección, pues éste no puede convertirse en un motivo perturbador del orden o funcionamiento de la sociedad, como tampoco en un obstáculo que dificulte el ejercicio de este derecho a los demás asociados<sup>110</sup>.

---

<sup>110</sup> Superintendencia de Sociedades. Concepto jurídico No. 220-28007 de 2000.

En segundo lugar, debido a que el derecho de inspección debe ser ejercido donde funcionan las oficinas de la administración social, los gastos de transporte deben ser tenidos en cuenta como otro de los costos de agencia derivados de este derecho, máxime si se hace necesario el desplazamiento a otra ciudad, o incluso, a otro país, de la persona o personas que se van a encargar de su puesta en práctica.

De otro lado, ya se ha dicho que dentro del ámbito del ejercicio del derecho de inspección existen ciertos límites tendientes a impedir excesos que desbordarían su naturaleza. En este contexto, se ha restringido la posibilidad de que quienes lo ejerzan tomen copia de los libros y documentos sociales que examinan, salvo que medie autorización previa del máximo órgano social, caso en el cual se podrán sacar las fotocopias necesarias o solicitarlas a la administración de manera directa. Así pues, y bajo el supuesto de que exista dicha autorización, el valor de las copias de los documentos sociales requeridos debe ser tenido en cuenta como una tercera clase de costos de agencia en que deben incurrir los accionistas.

Finalmente, un cuarto costo a señalar, ya no estrictamente contable pero sí económico –entendido como un costo de oportunidad-, consiste en el tiempo que comporta el ejercicio de tal derecho, tanto el utilizado en la revisión de los papales de la empresa como aquel que supone desplazarse al domicilio social. Un costo que en la actualidad, si se piensa con detenimiento, es de una relevancia tal que termina por ser invaluable.

### **3.1 DE LOS BIENES PÚBLICOS Y EL PROBLEMA DEL USUARIO QUE NO PAGA**

Un ejemplo evidente del fracaso de los mercados competitivos<sup>111</sup> es el que tiene cabida en aquellas situaciones en la que los bienes provistos, ya sea de manera pública o privada, detentan las características de “bienes públicos”<sup>112</sup>.

En este punto conviene indicar que el fin del presente capítulo no consiste en abarcar todos los aspectos de la teoría del gasto público en cuanto a la clasificación de los bienes públicos por su efecto de precio o renta<sup>113</sup>, sino que por el contrario, lo que se pretende es ahondar en la definición de bien público según su efecto de uso, esto es, la “no-rivalidad” y la “no-exclusividad” de los mismos con respecto al consumo.

Teniendo en cuenta lo anterior, la teoría económica ha distinguido los bienes públicos puros de los bienes privados<sup>114</sup> diciendo que, los primeros son aquellos cuyo uso no es viable racionar, es decir, aunque sea consumido por una persona

---

<sup>111</sup> Para efectos de aclarar esta idea es de anotar que el primer teorema de la economía del bienestar precisa que, únicamente existe una relación de equilibrio competitivo y de eficiencia en el mercado cuando todo el excedente que se genera en el mismo se queda en manos de los oferentes o de los demandantes del mismo. No obstante, cuando las transacciones que se efectúan en el mercado impactan a personas que no participan en el mismo, ésta relación de equilibrio óptimo se altera; como sucede en el caso de los bienes públicos, entendidos como una externalidad positiva, que más adelante se desarrollará. COLOMA. Op. Cit., p.11.

<sup>112</sup> Con el propósito de profundizar en los conceptos básicos de los bienes públicos se puede acudir al desarrollo que hace el economista Hal Varian en su libro Microeconomía Intermedia, un enfoque actual, Editorial Antoni Bosch, 2001.

<sup>113</sup> En materia económica se entiende por tipificación de los bienes públicos según su efecto precio, cuando las variaciones de la demanda de un bien son producidas debido a los cambios que se presentan en el sistema de precios del mercado o, en su efecto renta, cuando las variaciones en la demanda de un bien se presentan por los cambios que sufre la renta o el ingreso del consumidor. MÁRQUEZ, Carlos P. Una aproximación a los acuerdos ambientales como mecanismo alternativo de política ambiental. En: Revista Universitas. No. 101; Bogotá (2002), p.60.

<sup>113</sup> Por su parte, los bienes privados puros “son aquellos que son rivales y excluyentes, como por ejemplo una manzana, pues su consumo por parte de un individuo reduce la cantidad de que pueden disponer los demás y, además, el consumo hace fungible el bien, de manera que se excluye de su consumo por lo menos a una persona” IBID, p. 61.

<sup>114</sup> Por su parte, los bienes privados puros “son aquellos que son rivales y excluyentes, como por ejemplo una manzana, pues su consumo por parte de un individuo reduce la cantidad de que pueden disponer los demás y, además, el consumo hace fungible el bien, de manera que se excluye de su consumo por lo menos a una persona” IBID

puede ser consumido simultáneamente por otras. En otras palabras, la cantidad que consume un individuo de la misma unidad económica no reduce en nada la cantidad que pueden consumir los demás, por lo que el costo marginal de suministrar el bien a una persona adicional es nulo. La anterior característica es la que permite afirmar que el consumo conjunto de un bien público no presenta problemas de rivalidad. En segundo lugar, la posibilidad de no-exclusión se asocia al concepto de bien público para denotar que cuesta mucho o es imposible excluir a cualquier individuo del disfrute de las ventajas de esa unidad económica, por cuanto impedir que dicho bien no sea consumido por personas que no han pagado por el mismo resulta ser viable, pero extremadamente costosa<sup>115</sup>.

Si se sigue con la misma lógica, es dable señalar que los bienes públicos, entendidos como un caso extremo de externalidad positiva<sup>116</sup>, conducen a que las transacciones económicas que se presentan entre los agentes se tornen ineficientes como quiera que la capacidad excedente de consumo que posee una persona afectará, de manera positiva y directa, el bienestar de otros individuos que *per se* no internalizaron los costos derivados del disfrute de dicha unidad económica.

Así pues, en las externalidades positivas aparecen, “ciertos beneficios surgidos del consumo (o de la producción) del bien en cuestión que son aprovechados por personas distintas a sus demandantes, o bien surgen costos que provienen de la

---

<sup>115</sup> HARVEY, R. Bienes públicos. Madrid, España: Mc Graw Hill, 2002. p. 57.

<sup>116</sup> Los bienes públicos son un caso extremo de externalidad positiva puesto que “se dice que un bien público es aquel que produce efectos sobre quienes no han participado en la transacción. Es decir, aquellos que producen efectos para terceros o externalidades que no son susceptibles de internalizarse. En otros términos, aquellos bienes que se producen para todos o no se producen puesto que no se puede excluir a otros” BENEGAS-LYNCH, A. Bienes públicos, externalidades y los *free-riders*: el argumento reconsiderado. En: Revista Estudios Públicos. No 71; Santiago de Chile (1998), p.2.

producción (o del consumo) de dicho bien y que no son erogados por los oferentes del mismo”<sup>117</sup>.

Conforme a lo explicado, se puede concluir que los principios de no-exclusión y no-rivalidad, que caracterizan a los bienes públicos, sumado al hecho de que los mismos son entendidos como una externalidad positiva, traen la consecuencia de que algunos individuos se beneficiarán del disfrute de las ventajas de tal unidad económica sin haber contribuido con su financiación. Ahora bien, éste fenómeno se ha denominado en la literatura económica bajo el nombre del “aprovechamiento gratuito” (*free-riders*) o el “problema del usuario que no paga” y, se deriva del hecho de que quién está dispuesto a pagar por el disfrute de un bien público tiene la opción, individualmente más atractiva, de aprovecharse gratuitamente de las cantidades de bien ya suministradas por otras personas<sup>118</sup>.

Un *free-rider*, es pues, un agente oportunista<sup>119</sup> que al observar que otro individuo ha provisto un bien público no asume ningún costo para adquirirlo. En otras palabras, un *free-rider* es la persona que aprovecha la posibilidad de consumo conjunto que lo beneficia debido a la capacidad excedente de consumo que detenta otro consumidor. Lo anterior, por cuanto los bienes públicos generan economías externas que provocan que las bondades que se derivan del disfrute de dicho bien no solamente sean apropiables por el agente que individualmente lo consume sino que, por el contrario, las utilidades se derramen en la colectividad, de tal manera que todos los individuos se benefician - en mayor o en menor medida - del consumo de tal unidad, para hacer manifiesta la existencia del fenómeno del usuario que no paga.

---

<sup>117</sup> COLOMA. Op. Cit., p. 17

<sup>118</sup> IBID, p. 19

<sup>119</sup> Se debe recalcar que la existencia de usuario que no paga no se configura en un hecho en sí mismo, sino que por el contrario, es una implicación de la hipótesis de que los agentes económicos siempre actúan como maximizadores racionales de sus propias satisfacciones.

Explicados como están los principales elementos de la teoría económica de los bienes públicos, se puede estudiar su proyección en el ámbito societario, específicamente en la relación existente entre los accionistas y administradores.

### **3.1.1 “El derecho de inspección” entendido como un “bien público”**

Es posible afirmar que si el análisis se limita exclusivamente al “universo” corporativo de los accionistas, el derecho de inspección debe entenderse como un bien público, toda vez que reúne las características de “no rivalidad” en su consumo y “no exclusión”.

En principio, se advierte la posibilidad de que varios accionistas ejerzan simultáneamente el derecho de inspección, con lo que sale a relucir su condición de “no rival”. Esto significa que, en general, el hecho de que uno o varios accionistas hagan uso de dicho bien no es óbice para que los demás también lo utilicen. Sin embargo, es importante indicar que la intensidad con que se presenta esta característica es proporcional al número de accionistas que conforman la empresa, por lo que habrá casos en los que no sea posible predicar su existencia. Así por ejemplo, se observa la imposibilidad de que totalidad de inversionistas de Ecopetrol ejerzan, al mismo tiempo, la inspección sobre los documentos sociales. En este orden de ideas, puede afirmarse que el ejercicio del derecho en mención tan solo resulta ser “no rival” en un principio como quiera que esta condición tiende a desvanecerse a medida que se hable de sociedades de mayor tamaño.

En cuanto a la “no exclusión” del derecho de inspección puede señalarse que ella se presenta debido a que si un accionista lleva a cabo labores de supervisión sobre la gestión social de los administradores y en virtud de las mismas advierte



una conducta oportunista, todos los demás se beneficiarán de su acción, con independencia de que hayan contribuido o no a costear dicha inspección cualificada. Por lo tanto, el asociado que provee el control social lo hace a favor de él mismo y de los demás accionistas ya que resulta imposible excluir a estos últimos del beneficio que eventualmente podría generarse si se llega a descubrir una inadecuada administración en la empresa. En otros términos, una vez consumido, las utilidades que se deriven de dicho control se derramarán sobre la colectividad de los accionistas, de tal manera que todos se beneficiarán de él.

Si se tiene en cuenta que es imposible excluir a cualquier inversionista del disfrute de las ventajas del derecho de inspección y que su ejercicio es costoso, se puede afirmar que cada asociado tendrá un incentivo para abstenerse de hacer uso de él a la espera de aprovecharse de la vigilancia realizada por los demás, para dar lugar con ello al problema del usuario que no paga o *free-riders*.

### **3.1.2 De las ineficiencias en la provisión del derecho de inspección**

Como se ha mencionado, si bien algunas normas jurídicas solucionan parcialmente las ineficiencias fruto de la relación de agencia que se presenta entre administradores y accionistas, paralelamente las mismas incrementan los costos de agencia en los que debe incurrir el principal para controlar el comportamiento oportunista del agente. En este esquema, los accionistas van a tener que asumir los costos de monitoreo de los administradores y, diseñar una estructura de incentivos que tienda a alinear con efectividad los intereses de estos últimos con los suyos. En el particular se reitera que, para que los socios puedan ejercer un derecho de inspección calificado deberán sufragar, como mínimo, los costos de los honorarios de un profesional en derecho y de un contador público que

interpreten los documentos jurídico-contables de la empresa para que, así puedan conocer el estado de los negocios sociales en un período determinado.

Por esta razón, para aquellas sociedades que cuentan con una estructura organizacional caracterizada por la amplia dispersión del capital, es posible afirmar que los accionistas no ejercen un control eficiente sobre los administradores, ya sea porque (i) tal vigilancia no se provee o no se sufraga por la totalidad de los accionistas, para dar lugar al problema del *usuario que no paga* o *free-rider* o, bien (ii) porque ninguno de ellos lo ejerce, lo que aumenta la probabilidad de que los administradores incurran en conductas oportunistas o desleales.

A continuación se observa cada uno de los anteriores supuestos de manera separada:

1. En primer lugar, se puede afirmar que si algún accionista no provee o no sufraga el bien público que se ha denominado “control accionario” mediante el ejercicio del derecho de inspección, ningún otro accionista lo hará o, si lo hiciera, sería a niveles sub-óptimos<sup>120</sup> puesto que los demás asociados pretenderán sacar partida de la externalidad positiva y las economías de escala que genera tal unidad económica, a la espera de convertirse en un *free-rider*, esto es, que sea otro quien lo produzca y, por lo tanto, cargue con los gastos correspondientes. En otras palabras, como algunos de los accionistas saben que acabarán beneficiándose del ejercicio cualificado del derecho de inspección que ya ejercieron los demás - independientemente de que hubieran contribuido o no a costearlo- no tendrían incentivo alguno para pagar la provisión de dicho bien público.

---

<sup>120</sup> En este mismo hilo argumental se observa que la conducta del accionista anteriormente descrito no conduce a resultados eficientes en la relación de intercambio que se presenta entre los accionistas, toda vez que se hace notorio el fenómeno del *free-rider* o el usuario que no paga.

Al respecto, dentro de la literatura económica se ha argumentado que, cuando la participación de algún o algunos de los accionistas sobre el capital social de la empresa es reducida, el incentivo para supervisar la gestión de los administradores será mínimo. En efecto, empíricamente se observa cómo su conducta, en la mayoría de los casos, es bastante pasiva con relación a las labores de supervisión que se adelantan sobre los administradores, dado que, por regla general, la gran totalidad de estos inversores minoritarios no ejercen efectivamente sus derechos políticos inherentes a la calidad de socios por cuanto la finalidad última de asociarse es simplemente rentabilizar los ahorros que poseen dentro del ente jurídico.

De allí que, por regla general, aquellos inversionistas que detentan un porcentaje significativo sobre los recursos de la empresa sean quienes tienen un estímulo mayor a la hora de incurrir en los gastos que estimen necesarios para llevar a cabo una inspección cualificada sobre los libros sociales. Lo anterior se explica en que, indiscutiblemente, son los grandes accionistas quienes poseen más interés en maximizar y cuidar los recursos que han invertido en la sociedad.

En este orden de ideas, se puede considerar que, en principio, los asociados minoritarios tendrán mayores incentivos para actuar como agentes *free-rider* con relación al ejercicio del derecho inspección puesto que, con independencia de que contribuyan o no a co-financiar su provisión, disfrutarán de las ventajas de esa unidad económica que suministraron los accionistas mayoritarios<sup>121</sup>.

Sobre el particular se ha indicado lo siguiente:

---

<sup>121</sup> DÍAZ, Belén. Comportamiento supervisor y beneficios privados de la propiedad accionarial: Un análisis empírico para el caso español. España: Universidad de Cantabria. Departamento de Administración de Empresas, 2000.p.55.

En esas circunstancias, el interés de un pequeño accionista de controlar a los managers sufriría típicos problemas de “acción colectiva”. Es decir, el servicio de control de los managers tendría las características de “bien público”, tal como los definiera Samuelson: cualquiera que incurriera en el costo (tiempo y esfuerzo como mínimo) de controlar a los managers no podría recuperar esos costos “cobrando” a los otros accionistas porque no puede “excluirlos” ni su consumo del servicio es “rival”. Todos serían *free-riders* de su esfuerzo<sup>122</sup>.

Por las razones expresadas, se puede concluir que la existencia de *free-riders* hace que la provisión de este bien público, llamado control, se torne ineficiente por cuanto no se provee o no se sufraga por la totalidad de los accionistas. En efecto, el problema del usuario que no paga da lugar a que algunos inversionistas se aprovechen, de manera gratuita, de las ganancias asociadas a la actividad de supervisión financiada por otros. Y, en la medida en que solo algunos inversores terminen asumiendo los costos de agencia que se generan a fin de controlar el comportamiento oportunista del administrador, los niveles de eficiencia de la relación de intercambio entre los accionistas se verán perturbados.

2. Sin lugar a dudas y como se sugirió anteriormente, “en una estructura accionaria dispersa (...) ningún accionista individual tiene incentivos para ejercer el control sobre quienes se encuentran a cargo de la firma, dados los costos que en el ámbito individual implica tal acción”<sup>123</sup>.

---

<sup>122</sup> KRAUSE, Op. Cit., p. 3.

<sup>123</sup> MENDES, Germano. Op. Cit., p. 18.

En este sentido, es relevante precisar que, además de la situación del *free-rider*, pueden presentarse casos en que ninguno de los asociados ejerza el derecho de inspección. Esta segunda hipótesis tiene lugar porque todos los accionistas saben que si realizan el control, no tendrán la posibilidad de cobrarle a los demás ya que, a su vez, éstos últimos saben que, aun cuando no paguen, recibirían los beneficios de esa acción. Así surge, pues, otro escenario de ineficiencia económica.

Lo anterior cobra sentido si se tiene en cuenta que ningún accionista individual tendrá incentivos para gastar tiempo y dinero a fin de vigilar el desempeño de los gestores de la compañía, porque la mayor parte del beneficio de sus esfuerzos iría en manos de otros accionistas<sup>124</sup>.

Es fundamental entender que, debido a la “no exclusión” del derecho de inspección, existen razones para que ningún asociado - de manera facultativa - esté dispuesto a pagar por efectuar un control sobre la gestión de los administradores. Esta circunstancia trae como consecuencia una producción nula del derecho de inspección y, al no proporcionarse esta unidad económica -ni siquiera en una cantidad sub-óptima y aún cuando los accionistas valoren colectivamente el bien y estarían mejor si se suministrase-, se deja el escenario abierto para que los administradores sociales emprendan conductas oportunistas que los beneficien y, paralelamente, perjudiquen a los accionistas.

La solución óptima que se propone para aminorar estos problemas de eficiencia consiste en que todos los accionistas sufraguen el costo de proveer el bien público “derecho de inspección” a través de la suscripción de un acuerdo voluntario, como a continuación se describirá. Para efectos de explicar por qué en algunos sistemas comunitarios es necesaria la cooperación por encima de la competencia, se hará

---

<sup>124</sup> POSNER, Richard. El análisis económico del derecho. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 2007.

uso de las herramientas económicas que brinda la teoría de juegos<sup>125</sup>, especialmente mediante el modelo de conflicto social denominado el “dilema del prisionero”.

---

<sup>125</sup> Al respecto, resulta fundamental indicar que la teoría de juegos es una rama de la matemática con aplicaciones en economía, biología y psicología. Es una disciplina que analiza las interacciones entre individuos que toman decisiones en un marco de incentivos formalizados (juegos), como más adelante se desarrollará.

## **4. PROPUESTAS GENERALES PARA EL CASO CONCRETO DEL DERECHO DE INSPECCIÓN**

### **4.1 ACUERDOS VOLUNTARIOS Y SUS IMPLICACIONES EN EL DERECHO SOCIETARIO**

Los problemas de eficiencia que presenta el derecho de inspección - como anteriormente se han dilucidado - se resuelven en buena medida a través de la suscripción de un acuerdo unánime<sup>126</sup> en virtud del cual, los agentes económicos que, para el caso objeto del estudio son el universo de los accionistas, puedan plasmar políticas societarias que proporcionen las bases para que todos los asociados revelen sus preferencias en cuanto a cómo se va a sufragar el costo de proveer esa inspección cualificada.

En efecto, un modelo de intercambio voluntario permitiría que tanto la cuantía de la provisión de tal unidad económica, es decir, la manera de financiar esa expensa común, como la cantidad a proveer de dicho bien, estén abiertas a debate por parte de todos los individuos inmediatamente afectados. En este sentido, un acuerdo negocial se constituye en un escenario propicio para que la colectividad de los accionistas decidan los términos de la política societaria con relación al bien

---

<sup>126</sup> Si bien se podría llegar a pensar que la denominación del mecanismo es redundante puesto que todo acuerdo es voluntario e implica unanimidad, la realidad es que no todos los acuerdos se suscriben de manera discrecional por parte de los individuos afectados. Existen acuerdos que rigen para un determinado grupo de personas que no participaron activamente en el desarrollo y formulación del mismo. MÁRQUEZ describe este importante rasgo etimológico de los acuerdos así “se debe entender que un acuerdo es voluntario cuando una persona o firma, teniendo en cuenta su autonomía, se impone autónomamente cumplir un conjunto de cláusulas desarrolladas mediante un acuerdo en el cual ha participado directamente en su desarrollo o que, sin haber participado en el desarrollo del acuerdo, se somete a él autónomamente” MÁRQUEZ, Pablo. Una aproximación a los acuerdos ambientales como mecanismo alternativo de política ambiental. Op. Cit., p.2.

público, derecho de inspección, no con el objetivo de incrementar los beneficios económicos de cada agente económico sino, por el contrario, con el fin de obtener la maximización del bienestar social<sup>127</sup>.

Sin pretender profundizar en un concepto tan amplio como lo es la naturaleza económica de los pactos voluntarios, es de anotar que los mismos se pueden definir como una especie de contratos que se celebran entre agentes económicos con el fin de facilitar una acción voluntaria, la cual genera un beneficio social deseable para todos los intervinientes<sup>128</sup>. Dentro de este contexto, en materia de derecho societario se puede entender por acuerdo voluntario aquellos compromisos contractuales en virtud de los cuales todos los accionistas se obligan, voluntariamente, a establecer y alcanzar metas más allá de los actuales estándares societarios, especificados por la ley o la regulación<sup>129</sup>.

Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones se puede concluir que los acuerdos voluntarios, circunscritos al ámbito societario, pretenden alcanzar un beneficio social deseable para los agentes que lo suscriben en cuanto buscan una disminución de las ineficiencias que presenta el ejercicio del derecho de inspección por parte de los accionistas, como se desarrolló en el acápite anterior.

---

<sup>127</sup> El modelo de intercambio voluntario de provisión de bienes públicos fue planteado por primera vez por Knut Wicksell, cuyo análisis fue extendido por E. Lindahl. En los enfoques de dichos autores se considera que, como los bienes públicos se proporcionan de manera voluntaria, sin mediar coacción estatal o de las fuerzas del mercado, su provisión siempre resulta procedente y, por ende, aparece como una mejora en términos de Pareto. DAVID W, Pearce. Op. Cit., p.262.

<sup>128</sup> STOREY, Mark, BOYD, Gale & DOWD, Jeff. *Voluntary Agreements with industry*. Escrito presentado en al coloquio de acuerdos voluntarios organizado por la fundación ENI. 1996. < <http://www.eni.org.it> Venecia> Consultado el 25 de septiembre de 2011.

<sup>129</sup> Es de anotar que el elemento volitivo que caracteriza a dichos acuerdos refleja la disposición de los socios para aceptar las obligaciones que se derivan de la suscripción de los mismos debido a que ellos, conscientemente, consideran que adoptar esta actitud les permite obtener una maximización del bienestar social en términos de costo-beneficio.



En este orden de ideas es posible señalar que, desde la teoría económica, estos acuerdos negociados, que se suscriben en sede de un modelo de intercambio voluntario de provisión de bienes públicos, fungen como una solución alternativa a los mecanismos tradicionales de provisión de expensas comunes, es decir, al Estado, como agente económico encargado de suministrar bienes públicos financiados a través de instrumentos de racionamiento como tasas, impuestos o subsidios, o bien alternativa al sistema de precios del mercado que reflejan la cantidad de ese bien que una persona desearía consumir de conformidad con el costo marginal de suministrar dicha unidad económica<sup>130</sup>.

Además de lo dicho, es de anotar que una de las ventajas que se le atribuyen a los acuerdos voluntarios como mecanismo de provisión de bienes públicos sobre los mecanismos tradicionales de suministro de bienes, consiste en que los primeros brindan a los accionistas una mayor autonomía de cara a la manera en que puede llevarse a cabo el ejercicio del derecho de inspección en aras de obtener una fiscalización eficiente que permita aminorar el impacto negativo que presentan las conductas oportunistas de los administradores sobre los recursos sociales de la empresa<sup>131</sup>. En efecto, este instrumento negocial permite, a diferencia de las regulaciones directas que suponen la introducción de estándares uniformes, moldear las cláusulas contractuales que regularán las relaciones entre accionistas<sup>132</sup>.

---

<sup>130</sup> HARVEY, R. Bienes públicos. Op. Cit., p.58.

<sup>131</sup> Claramente, las estipulaciones contractuales de los accionistas en este sentido tendrán como restricción las disposiciones de orden imperativo y, por lo tanto, no modificables por las partes.

<sup>132</sup> El pilar fundamental de dicho mecanismo es el principio de la autonomía de la voluntad privada y su corolario, la libertad contractual. Ello les permite a los asociados acordar soluciones ajustadas a las necesidades particulares de cada ente societario. En palabras de STOREY, los acuerdos voluntarios pueden modelarse de múltiples maneras teniendo en cuenta, por ejemplo, el objetivo propuesto con los mismos, la naturaleza jurídica de la participación en el acuerdo, el nivel de regulación y los incentivos a los participantes. STOREY, Mark, BOYD, Gale & DOWD, Jeff. Op. Cit.

Conforme a lo explicado, los acuerdos voluntarios resultan ser más eficientes para proveer esta clase de bien público llamado derecho de inspección por cuanto les permite a los accionistas ser libres y responsables en sus decisiones respecto a la adopción de un pacto colectivo que estipule la manera de financiar esa expensa común y la forma de proveer dicho bien, claro está, dentro de los límites que prescriben las normas imperativas.

Es necesario advertir que, la efectividad de un acuerdo societario cuyo fin sea regular el mecanismo de control “derecho de inspección”, viene condicionada, además, por la disposición que tengan los accionistas minoritarios para ejercer una mayor supervisión sobre la gestión directiva a través del pago de una contribución que financie los costos que implica dicha inspección cualificada, así como de la disposición que tengan los accionistas mayoritarios para agruparse con los demás. Al respecto vale la pena resaltar que el mecanismo para que los accionistas confirmen sus derechos de control frente a los administradores se conoce doctrinariamente bajo el nombre de “activismo accionario”, el cual se entiende como:

Cualquier actividad cuyo propósito sea influir en el destino de la sociedad, pero sin obtener el control. Por lo tanto, comprende tanto iniciativas en los cauces institucionales de la sociedad, -tal es el caso de la junta de socios-, como actuaciones y contactos de carácter privado con los insiders (...) Esta manera de intervenir de los socios en los asuntos sociales tiene su habitat natural en las sociedades de capital disperso, y ha sido tradicionalmente visto por la doctrina como

un remedio para controlar los costes de agencia y alinear la gestión de los administradores a los intereses de los accionistas<sup>133</sup>.

Entendidos así los acuerdos voluntarios, es viable señalar que en materia societaria éstos se pueden plasmar a través de una reforma estatutaria, es decir, mediante la suscripción de un convenio entre accionistas que permita modificar el régimen contractual y jurídico al que ellos se encuentran sometidos. Al ser elaborados sin ningún tipo de coerción *ex ante*, dichos pactos permiten suponer que todos los suscriptores se comprometerán a actuar de determinada manera en aras de sufragar los gastos de agencia que genera el derecho de inspección.

A continuación se expone un modelo de acuerdo societario que, se considera, pretende que el ejercicio del derecho de inspección se torne eficiente en cuanto busca evitar, por un lado, la presencia de accionistas free-rider y, por el otro, la carencia de vigilancia en relación con los documentos que son objeto del derecho de inspección. En este sentido, se propone que todos los inversionistas se comprometan a sufragar el costo de proveer una inspección cualificada de conformidad con la proporción de participación que cada uno detente sobre el capital social. Para tal efecto, vía una cláusula societaria, se estipularía que será potestad de la asamblea general de accionistas elegir la firma externa que realizará la inspección sobre los balances y demás documentos que reflejan la situación de la empresa y, terminará concretando su labor a través de un informe disponible para todos los accionistas. De esta forma, los asociados únicamente tendrían que costear los honorarios de un sólo abogado y de un contador público y, los valores de desplazamiento de aquellos profesionales, de ser el caso. Además, se observa que existe una disminución notoria con relación al tiempo que

---

<sup>133</sup> SÁEZ, M<sup>a</sup> Isabel. Las bases económicas del derecho de la junta de socios. Facultad de Derecho. Universidad Autónoma de Madrid. En: Revista para el análisis del derecho. Vol. 2; España, Barcelona (abr 2008), p.20.

tendrían que asumir cada uno de los accionistas de la sociedad para ejercer tal derecho, factor que se reduciría únicamente al análisis y lectura del respectivo informe.

Es de anotar la posibilidad que tienen los accionistas de pactar que el pago de la cuota requerida para sufragar conjunta y voluntariamente esta inspección cualificada, se realice mediante una deducción automática de las utilidades o que, al momento de ingresar a la sociedad, el futuro asociado cancele la cuota correspondiente a ese primer derecho de inspección que podrá ejercer. Es importante ser conscientes de que en estos casos pueden presentarse problemas de fondo puesto que es posible que incrementen los costos administrativos tendientes a recuperar las cuotas insolutas, afectándose así la continuidad de tal inspección cualificada. De igual forma, debe señalarse que el tema de practicar retenciones sobre los dividendos, a los accionistas morosos, podría generar discusiones en cuanto a su legalidad y a la dificultad que produce el hecho de que en un determinado período la sociedad no genere utilidades, quedando supeditado el ejercicio del derecho de inspección a las futuras ganancias.

Por lo anterior, se considera necesario que los agentes económicos reconozcan que la provisión colectiva de dicho bien genera mayores ventajas que pérdidas como quiera que se obtienen resultados más eficientes cuando los agentes cooperan entre sí, que cuando intentan maximizar sólo su utilidad. En otras palabras, en la medida en que el ejercicio del derecho de inspección se ejerza de una manera óptima, los accionistas podrán obtener un retorno mayor de la inversión del capital accionario. Resulta fundamental indicar que tal mecanismo es eficiente en la medida en que cada socio revele realmente sus preferencias en cuanto al precio que cada uno estaría dispuesto a pagar por una inspección cualificada en tanto se alcanza un beneficio socialmente deseable para los accionistas. Se debería tratar, por tanto, de identificar y buscar la manera de desterrar las ineficiencias que minan este proceso.

No obstante lo anterior, vale la pena preguntarse ¿qué puede explicar que un accionista esté dispuesto, voluntariamente, a adoptar un código estatutario para sufragar la supervisión de los administradores cuando su puesta en marcha le va a obligar a asumir ciertos costos? Se pueden hallar diversas explicaciones, todas ligadas a la idea de que los accionistas esperan, en última instancia, obtener mayores beneficios sociales al suscribir estos acuerdos societarios.

Como es sabido, en algunos sistemas comunitarios es más eficiente la negociación por encima de la competencia. Con el objetivo de entender por qué hay una mayor maximización de utilidades cuando los agentes cooperan entre sí que cuando intentan maximizar individualmente sus preferencias, se abordará el clásico problema del “dilema del prisionero” que ha sido profundamente estudiado por la teoría de juegos en tanto que es un modelo de conflicto que permite analizar los problemas de optimización interactiva que surgen entre los individuos. Por último, se expondrá la aplicación de dicho dilema en el caso concreto del bien público derecho de inspección.

## **4.2 DEL “DILEMA DEL PRISIONERO”**

En primer lugar, es necesario precisar que la teoría de los juegos es una rama de la matemática con aplicaciones a la economía que estudia el comportamiento estratégico de los individuos cuando aquellos interactúan mediante un marco de incentivos formalizados, esto es, los juegos<sup>134</sup>. Bajo una serie de reglas, los jugadores optarán por desplegar determinados cursos de acción que maximicen

---

<sup>134</sup> En teoría de juegos la palabra juego se refiere a un tipo especial de conflicto de intereses en el que toma parte un número de individuos o grupos, los cuales se les conoce como jugadores. En todo juego hay ciertas reglas propias del juego que imponen condiciones para que el juego comience.

su bienestar. La utilidad final obtenida por cada agente dependerá, en gran medida, de las acciones adelantadas por el resto de los individuos<sup>135</sup>.

La teoría de juegos, como estudio matemático, se traza el objetivo de encontrar las soluciones óptimas al conflicto de interés que se presenta entre varios agentes económicos en aras de alcanzar, dentro de las circunstancias particulares, un resultado socialmente deseado por todos los jugadores.<sup>136</sup> La literatura económica ha denominado los problemas que existen en las interacciones entre los individuos bajo el nombre de dilemas sociales, en especial, a través del denominado “dilema del prisionero”<sup>137</sup>.

Este dilema, entendido como un modelo de dilema social, puede definirse como “situaciones en las que la racionalidad individual lleva a una irracionalidad colectiva”, es decir, se trata de circunstancias que se producen cuando los agentes implicados en la búsqueda de la maximización de su bienestar individual, actúan de manera tal que el resultado que obtienen no es el deseado por ellos<sup>138</sup>.

El juego “dilema del prisionero” se presenta entre personas incomunicadas y ejemplifica el caso de una decisión única. Su enunciación clásica, como fue presentada por Merrill Flood y Melvin Dresher a mediados de la década del cincuenta, es la siguiente:

---

<sup>135</sup> BLÁZQUEZ, M & GÁMEZ, C. Teoría de Juegos y aplicaciones: El dilema del prisionero [online] 2008. <<http://www.it.uc3m.es/jvillena/irc/descarga.htm?url=practicass/06-07/08.pdf>> Consultado el 28 de septiembre de 2011.

<sup>136</sup> <<http://www.econlink.com.ar/definicion/teoriadejuegos.shtml>> Consultado el 28 de septiembre de 2011.

<sup>137</sup> Es necesario advertir que en el ámbito de la teoría de juegos, concurren otros tipos de conflictos que presentan también la forma de dilemas sociales.

<sup>138</sup> KOLLOCK, P. *Social Dilemmas: The Anatomy of Cooperation*. En: *Annual Review of Sociology*. University of California at Los Angeles. Vol. 24; Los Ángeles, Estados Unidos (1998), págs. 183-214.

La policía detiene a dos sospechosos de un delito. No se han encontrado pruebas suficientes para condenarlos y, tras haberlos separado, un oficial de policía visita a cada uno de ellos y les ofrece el mismo trato: Si uno confiesa y su cómplice no, el cómplice será condenado a diez (10) años de prisión mientras que el delator será liberado. Por el contrario, si calla y el cómplice confiesa, el primero recibirá esa pena y el cómplice será quien salga libre. Si ninguno confiesa, ante la falta de pruebas, cada uno recibirá una condena menor de sólo seis (6) meses pero, si ambos confiesan, serán condenados a seis (6) años de prisión<sup>139</sup>.

La matriz que representa las opciones de este juego y sus posibles resultados es la siguiente:

**Tabla 1. Matriz dilema del prisionero**

	<b>Sospechoso B confiesa</b>	<b>Sospechoso B lo niega</b>
<b>Sospechoso A confiesa</b>	Ambos son condenados a 6 años <b>(1)</b>	A es condenado a 20 años. B queda libre <b>(2)</b>
<b>Sospechoso A lo niega</b>	B es condenado a 20 años. A queda libre <b>(3)</b>	Ambos son condenados a 6 meses <b>(4)</b>

---

<sup>139</sup><<http://www.pausanchez.com/es/2008/03/04/teoria-de-juegos-el-dilema-del-prisionero/>> Consultado el 10 de octubre de 2011.

De particular interés son las situaciones en las que se encuentra cada preso: Se puede optar por “colaborar” con su cómplice y permanecer callado o, “defraudar” a su compañero, al acusarle de haber realizado el delito. Es de advertir que el resultado de cada elección dependerá, correlativamente, de las acciones adelantadas por su cómplice. El problema radica en que no es posible conocer la opción que será adoptada por cada uno de los sospechosos, por lo que cada uno de ellos deberá tomar una decisión, sin conocer la determinación dada por su compañero.

En efecto, si uno de ellos confía en que el cómplice va a cooperar y permanece en silencio, la opción egoísta será la de confesar toda vez que de esta manera saldría libre y su compañero tendría que asumir el castigo de prisión máxima. Sin embargo, si espera que el cómplice confiese, la mejor opción también sería confesar en aras de evitar asumir la pena máxima. En este caso ambos sospechosos cumplirán el mismo castigo, esto es, seis (6) años de cárcel. Por el contrario, si deciden cooperar, cada uno tendría que asumir la pena mínima, es decir, seis (6) meses de prisión, como se evidencia en la referida matriz del dilema del prisionero.

Dadas las condiciones del dilema, la estrategia dominante para ambos jugadores, independientemente de la elección que realice el cómplice, será la de no cooperar, entendiendo por ella, confesar el delito puesto que es la única opción que permite reducir los años de pena. Sin embargo, este resultado no es óptimo, ya que si ambos sospechosos confiesan recibirán una condena larga. Aquí se encuentra la esencia del “dilema del prisionero” en tanto que, desde el punto de vista del interés óptimo, la elección que arroja el mejor resultado consiste en que ambos



sospechosos opten por cambiar de estrategia y decidan cooperar, ya que de esta forma recibirían una pena mínima<sup>140</sup>.

No obstante lo anterior, los jugadores, bajo el juego del referido dilema son inducidos a seguir intereses individuales y egoístas y, por lo tanto, en el caso particular, cada uno de ellos recibirá la condena máxima. Jan Narveson describe este importante rasgo de la conducta humana al señalar que “es curioso que la racionalidad consiste en “maximizar”, esto es, hacer lo mejor que se pueda para uno mismo y, sin embargo [en el supuesto del dilema del prisionero] personas racionales no pueden cooperar a pesar de que eso sería mejor para los dos”<sup>141</sup>.

En este sentido, se puede concluir que el “dilema del prisionero” es fundamental para justificar ciertas teorías que promulgan la cooperación y la confianza humana puesto que, en el fondo, el problema básico que presenta este modelo consiste en entender que es posible obtener un resultado más óptimo cuando los agentes cooperan entre sí, que cuando los agentes intentan maximizar exclusivamente su utilidad.

### **3.2.1. Aplicación del “dilema del prisionero” en el derecho de inspección**

En la vida real se tienen muchos ejemplos de interacciones humanas en las que se obtiene la misma matriz de resultados que presentan el juego del “dilema del prisionero”. Específicamente se observa que en el ejercicio del derecho de inspección por parte de los accionistas, se está en presencia de un escenario similar al planteado anteriormente.

---

<sup>140</sup> BLÁZQUEZ & GÁMEZ, C. Op. Cit., p.3.

<sup>141</sup> NARVESON, Jan .The Libertarian Idea: Temple University Press. Philadelphia, 1988. págs. 140 – 142.

Sin embargo vale la pena resaltar que en el caso concreto, los inversionistas tienen la posibilidad de comunicarse entre ellos y, en esta medida se observa una diferencia con el referido dilema del prisionero, que tiene cabida entre personas incomunicadas. No obstante lo anterior, aplicar la matriz que representa las opciones de dicho dilema al ámbito societario, especialmente a la hora de sufragar el ejercicio del derecho de inspección, cobra importancia en tanto la solución eficiente para sufragar tal inspección es a través de la vía de la cooperación por encima de la competencia. Para el caso particular, se observa que los accionistas pueden aliarse para suscribir un acuerdo voluntario, tal y como se verá más adelante.

En esta medida se parte del supuesto de que dicho modelo se aplica así: Todos los accionistas de una sociedad comercial tienen un método diferente de ejercer el derecho de inspección sobre los libros contables. Por lo anterior, se sugiere que todos ellos se comprometan, vía acuerdo, a sufragar el costo de proveer una inspección cualificada de conformidad con el porcentaje de participación que cada uno detenta sobre el capital social.

De esta forma, los asociados tendrían que costear únicamente los honorarios de un sólo abogado y un contador público y, los valores de su desplazamiento, de ser el caso. Estos profesionales se encargarán de realizar una inspección sobre los balances y demás documentos que reflejan la situación de la empresa para concretar su labor en un informe que se pondrá a disposición de todos los accionistas. Para estos últimos, esta medida es beneficiosa como quiera que, al evitar -por un lado- la presencia de accionistas *free-rider* y -por otro- la carencia de vigilancia sobre los administradores sociales, hace que el derecho de inspección sea ejercido eficientemente.

Bajo los postulados del dilema del prisionero que se analizó, los accionistas tienen dos opciones frente al suministro del bien público derecho de inspección: pueden

decidir que todos van a sufragar el costo de proveer dicho bien para efectos de ejercer un control eficiente sobre las conductas oportunistas de los administradores o, pueden “traicionar” a los demás accionistas y no costear el suministro de la inspección cualificada, ya que así maximizan su bienestar al constituirse como agentes *free-riders* a la espera de que los demás asociados suministren el control.

A continuación se expone una matriz que representa las posibles opciones de los accionistas frente al suministro de una inspección cualificada y, posteriormente se explican sus consecuentes resultados.

**Tabla 2. Matriz derecho de inspección**

	<b>Accionista A que no provee inspección cualificada</b>	<b>Accionista A que provee inspección cualificada</b>
<b>Accionista B que no provee inspección cualificada</b>	No se provee una inspección cualificada; aumenta el riesgo de una expropiación del capital por parte de los administradores <b>(1)</b>	A obtiene los beneficios de la inspección cualificada sin asumir los costos <b>(2)</b>
<b>Accionista B provee inspección cualificada</b>	B obtiene los beneficios de la inspección cualificada sin asumir los costos <b>(3)</b>	Ambos accionistas maximizan su bienestar <b>(4)</b>

- Dadas las condiciones de maximización del bienestar, los asociados tienen incentivos para comportarse como *free-riders* y no contribuir con el suministro de dicho bien esperando que los demás accionistas se ocupen de su provisión. El problema de esta estrategia consiste en que no se sabe si el resto de accionistas

costeará el control accionario del ejercicio del derecho de inspección o si todos pensarán del mismo modo.

Es de anotar que si bien resulta ser fácil no cooperar con el suministro del bien, aquel comportamiento genera en los demás accionistas un incentivo para no suministrar el bien público llamado control, quedando todos los accionistas expuestos al despliegue de conductas oportunistas por parte de los administradores.

Al respecto puede señalarse que si ninguno provee el bien público se estará en una situación de no intercambio, presentada en el cuadro número (1) de la matriz, la cual resulta ser, de todas las maneras, ineficiente.

- Para efectos de analizar las posibilidades de la matriz, considérese la existencia de un grupo de accionistas (GA) que por regla general, son aquellos que no poseen una participación significativa sobre el capital de la empresa. Estos asociados pueden pensar que, como los demás accionistas –normalmente los mayoritarios- decidirán costear una inspección cualificada para efectos de controlar las conductas abusivas de los administradores, la opción óptima será no sufragar el bien. Estos accionistas saben que, aunque no lo ejerzan ni contribuyan a costearlo, acabarán beneficiándose del ejercicio cualificado del derecho de inspección que ya ejercieron los demás.

Este supuesto se puede observar en los cuadros (2) y (3) de la matriz en donde, si un accionista provee el bien y el otro no, el que no pagó maximizó su bienestar, puesto que se libró de la carga de suministrarlo. Se trata, pues, del problema del accionista como usuario que no paga o *free-rider*.

- Si por el contrario, todos los accionistas deciden ejercer una inspección cualificada y, en sede de un acuerdo, definen la manera de financiar esa expensa

común y la forma de proveer de dicho bien, todos aquellos maximizarán su bienestar. Esto se explica en que un óptimo ejercicio de la inspección se puede traducir en la obtención de un retorno mayor de la inversión toda vez que si los accionistas despliegan un control efectivo sobre el obrar de los gestores sociales, se podrá alinear los intereses de unos y otros.

Si se coopera para sufragar la inspección cualificada, se está en una relación de intercambio óptimo, tal como lo muestra el cuadro número (4).

No obstante lo anterior, es importante precisar que si bien los jugadores - entendidos como los accionistas - pueden comunicarse entre sí, ninguno de ellos pueden estar completamente seguros de poder confiar, el uno en el otro, acerca de la conducta que cada uno desplegará. Es decir, dadas las condiciones del “dilema del prisionero”, todos los asociados pueden ser inducidos a adoptar la estrategia dominante, es decir, no sufragar el bien público toda vez que la mejor elección para cada uno de ellos, independientemente de la estrategia que lleve a cabo el otro, es la de no cooperar. El problema de esta estrategia radica en que no conduce a un resultado socialmente deseable puesto que cooperar se constituye como el resultado óptimo para la colectividad de accionistas y, cualquier decisión que no esté de acuerdo con esta medida, empeoraría el resultado del conjunto.

Si todos los accionistas sufragan colectivamente el bien público, a través de la suscripción de un acuerdo voluntario de naturaleza societaria, se podrían producir mejoras paretianas.<sup>142</sup> En efecto, el acuerdo de cooperación que consagre la manera de financiar esa expensa común y la forma de proveer dicho bien por parte de todos es indispensable para alcanzar la optimalidad de Pareto.

---

<sup>142</sup> El principio de eficiencia de Pareto prescribe que hay optimalidad si no existe ningún otro estado superior debido a que no es posible mejorar a nadie sin empeorar a otro. En el caso particular se observa que todos los accionistas se encuentran en una situación de bienestar si acuerdan costear el ejercicio del derecho de inspección, proveyendo para ello, un mecanismo óptimo como lo es acuerdo societario.

Concretamente, se considera que el acto colectivo de establecer la norma, ya sea vía cláusula estatutaria o acuerdo entre accionistas, es una condición necesaria de cualquier sistema de intercambio.

Al tener en cuenta lo dicho, se puede señalar que esta situación de cooperación provoca un intercambio eficiente entre accionistas que conduce a un cambio de la situación (1) a la situación (4).

No obstante lo anterior, se debe tener en cuenta que la imposibilidad de exclusión del consumo, característico del ejercicio del derecho de inspección, genera problemas de *free-rider* los cuales hacen que la cooperación, vía acuerdo societario, sea amenazada, pues impone un incentivo al comportamiento no cooperativo. Lo anterior por cuanto el consumo y pago del bien por parte de un solo accionista, hace que los beneficios del mismo se derramen sobre los demás, lo que da lugar a que, al menos, alguno de los asociados se aproveche de dicho pago. En principio, este panorama remite a las situaciones (2) y (3) de la matriz pero, en un segundo momento, podría dar lugar a que se produzca el escenario descrito en el cuadro (1).

Como bien lo explica Márquez Escobar, el mejor modo de conservar la cooperación accionaria que se plasma en la situación (4) de la matriz es por medio de una repetición de acciones individuales –costumbre - que incentive al otro accionista a no convertirse en un agente *free-rider*, pues si el asociado A sufraga dicho bien y, por su parte B no lo hace, será posible detectar quién no actúa cooperativamente en aras de imponer las sanciones establecidas por su obrar. En palabras de dicho autor “dados los incentivos de aprovechamiento (*free-rider*), para poder mantener la norma, es necesario que existan mecanismos de

seguridad del cumplimiento, sea por sanciones positivas por cumplir o negativas por incumplir”<sup>143</sup>.

Conforme a lo explicado, es posible señalar que la confiabilidad de los compromisos de cooperación, suscritos entre agentes racionales, depende de las siguientes condiciones:

1. La relación mediante la cual surgen los derechos y obligaciones que rigen la conducta de los accionistas “debe ser el resultado de un acuerdo voluntario entre las partes inmediatamente afectadas (...) pues éstas son las que ‘crean’ el deber”<sup>144</sup>.

2. En segundo lugar, “la aceptación recíproca de los deberes debe ser equitativa, lo que significa que ambas partes deben tener la expectativa de ganar: no puede haber un intercambio unilateral, tal que una gane y la otra pierda”<sup>145</sup>.

3. Por último, todos los accionistas deben tener la expectativa de actuar sobre bases justas y regulares, pues como bien lo señala Benson, “dada una situación de juego repetido en la que ambas partes ganan, es probable que los individuos reconozcan la validez de normas de conducta comunes porque cada uno espera que los beneficios a largo plazo derivados de su acatamiento (que le permite mantenerse en buenos términos con la otra parte) serán mayores que las ventajas inmediatas de la falta de cooperación”<sup>146</sup>.

---

<sup>143</sup> MÁRQUEZ, Carlos P. Una aproximación a los acuerdos ambientales como mecanismo alternativo de política ambiental. Op. Cit., págs. 234-235.

<sup>144</sup> BENSON, Bruce L. Las instituciones y la evolución espontánea de la moralidad [online]. En: Revista Libertas. Vol. 24; (1996), p. 8. Véase en <[http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/21\\_1\\_BENSON.pdf](http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/21_1_BENSON.pdf)>. Consultado el 28 de septiembre de 2011.

<sup>145</sup> IBID.

<sup>146</sup> IBID.

De acuerdo con lo anterior, para concluir el presente análisis es factible afirmar que el famoso dilema del prisionero permite evidenciar que, frente a la provisión del bien público derecho de inspección, cuando los agentes económicos - que para el caso objeto de estudio son los accionistas, - cooperan entre sí se obtienen resultados más eficientes que, cuando aquellos, intentan maximizar sólo su utilidad, esto es, se obtiene un beneficio social deseable para los inversionistas sociales.

En efecto, como se evidenció en este acápite, la celebración de un acuerdo comercial suscrito por la totalidad de los accionistas se constituye en un instrumento societario que permite regular las circunstancias para que, el *modus operandi* del ejercicio del derecho de inspección, se torne de una manera óptima, de tal manera que se podrá evitar, por un lado, la presencia de accionistas *free-rider* y por el otro, la carencia de fiscalización sobre los documentos que son objeto de inspección.



## 5. CONCLUSIONES

Para finalizar este escrito, es importante compilar las ideas centrales que se han esbozado a lo largo del mismo, las cuales se exponen a continuación:

- La teoría del principal y el agente plantea la existencia de una relación en la que un sujeto llamado “principal” le confiere ciertos derechos a otro sujeto llamado “agente”, por intermedio de un contrato cuyo objeto es representar los intereses del principal a cambio de un pago de cualquier naturaleza. El problema se presenta porque, debido al individualismo y oportunismo, los intereses del principal no siempre se reflejan en el agente. Así pues, durante el desarrollo de la relación de agencia, el principal tiene información asimétrica que le impide conocer los intereses del agente y las reales condiciones de mercado, situación que da pie a lo que los economistas conocen como riesgo moral y selección adversa.
- Aunque la imposibilidad de celebrar contratos completos es bien sabida, el convenio suscrito para regular los intercambios entre principal y agente debe tender a ser lo más completo posible, de manera que prevea la mayor cantidad de contingencias y las reacciones a las mismas. Esto en aras de garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por las partes y, con ello, inducir al comportamiento eficiente de los agentes económicos.
- En los modernos modelos de organización societaria -en los que se presenta una disyuntiva entre la titularidad del capital y la gestión social- la relación entre accionistas y administradores es una de las formas en que se manifiesta la teoría del principal y el agente, y los problemas a los que ella alude. De esta forma, la

información asimétrica que tienen unos y otros, la racionalidad económica que los caracteriza y a la existencia de contratos societarios incompletos, generan incentivos para que los administradores cometan conductas oportunistas que tiendan a maximizar su bienestar social a costa de los intereses de los accionistas.

- Las transacciones mediante las cuales los administradores despliegan conductas oportunistas, en cuya virtud se ven perjudicados los intereses de los accionistas, se reflejan en la economía como intercambios ineficientes en tanto producen un incremento en los costos de transacción, entendidos como los valores que dejan de percibir los inversionistas por la ejecución incompleta de las prestaciones esperadas por el gestor social.
- En la actualidad, el problema de agencia que sugiere la relación entre accionistas-administradores tiene plena vigencia, así lo demuestran las crisis internacionales a las que ha tenido que hacer frente la economía en los últimos años. Estas fracturas económicas han traído consigo la reaparición del debate en torno al intervencionismo estatal y, con ello, la preocupación por crear nuevas normas e instituciones -y por reforzar las ya existentes- con el fin de difundir prácticas de buen gobierno corporativo. Sin embargo, estas iniciativas se han visto llamadas a luchar en contra de una fuerte y arraigada política de desregularización de mercado, abanderada en el mundo hace ya tres décadas por la derecha.
- En el contexto internacional, la OCDE ha expedido una lista de principios que, aunque no es vinculante, cumple una importante función en la medida en que sirve de pauta para los ordenamientos jurídicos internos de cada Estado, al establecer los mejores criterios de gobierno y dirección societaria.
- En el ámbito nacional, existe una gran cantidad de disposiciones normativas que, al consagrar mecanismos de control a favor de la sociedad y los accionistas,

permiten moderar el riesgo de que los administradores desplieguen conductas oportunistas que se traduzcan en la expropiación del capital social de la empresa.

- En Colombia, algunas de las normas societarias consagradas en el Código de Comercio, la ley 222 de 1995, el Decreto 2555 de 2010, entre otras, resultan ser eficientes toda vez que permiten reducir los costos de transacción que se ocasionan como consecuencia del conflicto de intereses entre accionistas y administradores. No obstante, cuando se hace uso de los mecanismos que consagran dichas normas, se generan simultáneamente lo que se han denominado costos de agencia, que se explican como aquellos en los que deben incurrir la sociedad y los accionistas en aras de supervisar que la gestión adelantada por los administradores se realice conforme a lo esperado.
- El ejercicio del derecho de inspección, como mecanismo de control en cabeza de los accionistas, da lugar al surgimiento de diversos costos de agencia entre los cuales se pueden señalar gastos por concepto de honorarios de abogados y contadores, transporte y fotocopiado. Además del tiempo que toma el ejercer tal derecho.
- Dentro del grupo de personas que detentan la calidad de accionistas, el derecho de inspección ostenta la calidad de bien público como quiera que reúne las características de “no rivalidad” en su consumo y “no exclusión”. La primera de ellas alude a la posibilidad de que se presente un consumo conjunto de la inspección, sin que por ello se afecte, en principio, la opción de que otros accionistas la ejerzan de manera simultánea. De otro lado, dicho control se identifica por la “no exclusión” puesto que si un accionista lleva a cabo labores de supervisión sobre la gestión social de los administradores y en virtud de las mismas advierte una conducta oportunista, todos los demás se beneficiarán de su acción, con independencia de que hayan contribuido o no a costear dicha

inspección cualificada. De esta situación se deriva un consumo ineficiente del derecho de inspección toda vez que los accionistas tendrán incentivos para (i) actuar como *free-rider* del consumo que hagan los demás o bien (ii), al advertir este último escenario, ninguno estará dispuesto a consumir el bien e incurrir en los costos que ello implica.

- La aplicación de la teoría de juegos al caso puntual del derecho de inspección, da lugar a señalar que la cooperación resulta ser más eficiente que la competencia entre agentes y esto, a su vez, permite concluir que la solución óptima para disminuir las ineficiencia que se generan en el ejercicio del derecho de inspección, se encuentra dada por la suscripción de un acuerdo de naturaleza societaria en virtud del cual todos los accionistas se comprometan a sufragar el costo de proveer ese bien público en proporción a la participación que cada uno de ellos tiene sobre el capital social. Claramente, el objetivo de un acuerdo tal no será maximizar los beneficios económicos de cada agente –pues ello se alcanzaría al asumir la condición de *free-rider* - sino alcanzar un *beneficio social deseable* para los inversionistas. De esta forma resulta viable escapar de las ineficiencias que se advierten en los otros dos escenarios posibles, esto es, el caso de accionistas *free-rider* y la situación de abstinencia total en el ejercicio del derecho de inspección, que induce a los administradores a expropiar el capital social.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

BALLANTINE, Henry. On Corporations. Chicago: Callaghan and Company, 1946. p.376

BERLE, Adolph y GARDINER, Means. The Modern Corporation and Private Property [online]. New York: Transaction publishers, 1991. (Citada: 5 jul. 2011). Disponible en:  
<<http://books.google.com.co/books?hl=es&lr=&id=mLdLHhqxUb4C&oi=fnd&pg=PR8&dq=The+Modern+Corporation+and+Private+Property.&ots=QBePFEJf1T&sig=EOAdmWQaILE8qmbt8bKyOeWOp7s#v=onepage&q&f=false>>.

BEJARANO, Jesús Antonio. El análisis económico del derecho: Comentarios sobre textos básicos. En: Revista de Economía Institucional. 1999, No 1; p. 155.

BENEGAS-LYNCH, Alberto. Bienes públicos, externalidades y los *free-riders*: el argumento reconsiderado. En: Revista Estudios Públicos. 1998, No 71; p. 2, 6.

BENSON, Bruce L. Las instituciones y la evolución espontánea de la moralidad [online]. En: Revista Libertas. Vol. 24; (1996), p. 8. (Citada: 28 sept. 2011). Disponible en:  
<[http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/21\\_1\\_BENSON.pdf](http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/21_1_BENSON.pdf)>.

BLÁZQUEZ, M & GÁMEZ, C. Teoría de Juegos y aplicaciones: El dilema del prisionero. [online]. 2006. (Citada: 28 sep. 2011). Disponible en:  
<<http://www.it.uc3m.es/jvillena/irc/descarga.htm?url=practicas/06-07/08.pdf>>

COASE, Ronald. La Naturaleza de la Empresa. [online]. En: Revista *Economica*. No 4; (1937). págs. 386-405. (Citada: 10 sep. 2011.) Disponible en:  
<<http://www2.eco.uva.es/ricardo/La%20naturaleza%20de%20la%20empresa%20-%20Coase.pdf>>

COCA VERGEL, Pablo. R. Costes de transacción. [online]. España. En: De 9 a 5. Revista de Economía. Universidad de Salamanca. (Citada: 18 jul. 2011). Disponible en:  
<<http://www.bqit.com/de9a5economia/descargar/costespablo.pdf>>

COLOMA, Germán. Apuntes para el análisis económico del derecho privado argentino. Buenos Aires: Universidad del CEMA, 1999. 123 p.

CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-538 de 1997. M. P. Eduardo Cifuentes.

\_\_\_\_\_. Sentencia C-780 de 2001. M. P. Jaime Córdoba.

DAVID W, Pearce. Diccionario Akal de economía moderna. Madrid, España: Editorial Akal S.A., 1999. p.262 - 388

DÍAZ, Belén. Comportamiento supervisor y beneficios privados de la propiedad accionarial: Un análisis empírico para el caso español. España: Universidad de Cantabria. Departamento de Administración de Empresas, 2000.p.55.

ENRIQUES, Luca. El conflicto de interés y demás aspectos relevantes en materia de Corporate Governance. Análisis de derecho comparado. Bogotá: INCOLDA y CESA, 2003. p. 11, 17.

EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. The economic structure of corporate law [online]. Cambridge: Harvard University Press, 1991. (Citada: 23 jul. 2011). Disponible en:  
<[FERGUSON, Charles \(Director y productor\). Inside Job \[documental cinematográfico\]. Festival de Cannes. 16, mayo, 2010.](http://books.google.com.co/books?hl=es&lr=&id=LtuQJK5t3O4C&oi=fnd&pg=PA1&dq=The+economic+structure+of+corporate+law&ots=KeouUyjA5p&sig=asHvZTEIEEJ1ibrPPekrZLDD3Pk#v=onepage&q&f=false.></a></p></div><div data-bbox=)

GORBANEFF, Yuri. Teoría del agente-principal y el mercadeo. En: Revista Universidad EAFIT. Ene-mar, 2010, No. 129.

HARVEY, Rosen. Bienes públicos. Madrid, España: Mc Graw Hill, 2002. p. 57, 58

HERBERT, Simon. De la racionalidad sustantiva a la procesal. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1986.

INTERNATIONAL SHAREHOLDER SERVICES GLOBAL INSTITUCIONAL INVESTOR STUDY. [online]. 2006 (Citada: 8 may. 2011). Disponible en: <[www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp](http://www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp)>

KALMANOVITZ, Salomón. El neoinstitucionalismo como escuela. [online]. (Citada: 25 ago. 2011). Disponible en: <[http://www.banrep.gov.co/junta/publicaciones/salomon/El\\_%20neoinstitucionalismo\\_como\\_escuela.pdf](http://www.banrep.gov.co/junta/publicaciones/salomon/El_%20neoinstitucionalismo_como_escuela.pdf)>

KOLLOCK, P. *Social Dilemmas: The Anatomy of Cooperation*. En: *Annual Review of Sociology*. University of California at Los Angeles. Vol. 24; Los Ángeles, Estados Unidos (1998), págs. 183-214.

KRAUSE, Martin. La teoría del agente y el principal en la estructura de la empresa [online]. En: *Revista Libertas*, 2000, Vol. 33 (Citada: 22 jun. 2011). Disponible en: <[http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/11\\_8\\_Krause.pdf?referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmartin\\_krause%2F21%2F.>](http://www.eseade.edu.ar/servicios/Libertas/11_8_Krause.pdf?referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmartin_krause%2F21%2F.>)

JENSEN, M & MECKLING, W. The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. En: MENDES, Germano. *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009, p. 16.

JUDT, Tony. *Algo va mal*. México: Taurus, 2010. 113, 173, 174, 187, 188 p. ISBN 9786071108050.

MARÍN DE LA BÁRCENA, Fernando. El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia. (Citada: 19 nov.2011) Disponible en: <[http://www.ucm.es/info/mercantil/documentos/comunicacion\\_fernando\\_marin.>](http://www.ucm.es/info/mercantil/documentos/comunicacion_fernando_marin.>)

MÁRQUEZ, Carlos Pablo. Anotaciones sobre análisis económico del derecho. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, 2005. 234 p.

\_\_\_\_\_ Una aproximación a los acuerdos ambientales como mecanismo alternativo de política ambiental. En: Revista Universitas. No. 101. Bogotá, 2002. p.2, 60, 61

MENDES, Germano. Gobernanza corporativa, políticas públicas, mercado de capitales e inversiones extranjeras. En: CEPAL y CAF. Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009, p. 16, 18.

MONSALVE, Vladimir & RODADO, Diana. La importancia de la obligación de información en las relaciones financieras de consumo. Una aproximación económica y jurídica. En: Revista de derecho. 2010, No. 33.

NARVESON, Jan .The Libertarian Idea: Temple University Press. Philadelphia,1988. pp. 140 – 142.

NORTH, Douglass. Instituciones, cambio institucional y desempeño económico. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1993. p. 44, 13, 14

OMAN, C. Corporate Governance and National Development. En: MENDES, Germano. En: Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Bogotá: Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A., 2009, p. 18.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Principios de gobierno corporativo de la OCDE [online]. s.l: s.n., 2004 (Citada: 27 abril. 2011). Disponible en:  
<<http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>>.

PINDYCK, Robert S y Rubinfeld, Daniel L. Microeconomía. 5 ed. Madrid: Pearson Educación S.A., 2001. 635 p 716. ISBN 8420531316.



PINEDA, Alonso & TORRES DE MARÍN, Gabriela. Gobierno corporativo: Juntas directivas. Una perspectiva global, nacional y regional. En: Revista Ciencias Estratégicas. 2005, Vol. 13, No. 14.

POSNER, Richard. El análisis económico del derecho. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 2007. 1120 p.

PRATS ORIOL, Joan. Revisión crítica de los aportes del institucionalismo. En: Revista de Economía Institucional. N 16. Bogotá, primer semestre de 2007.p. 136

PRIETO & CARRIZOSA S.A. Protección de los inversionistas en el mercado accionario colombiano [online]. En: Perspectivas legales del gobierno corporativo en Colombia. Bogotá: Confecámaras. (Citada: 9 ago. 2011). Disponible en: <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/images/descargas/perspectivaslegales.pdf>>

REYES VILLAMIZAR, Francisco. Derecho societario. 2 ed. Bogotá: Temis, 2006. Tomo I, 716 p. Tomo II, 539 p. ISBN 9583505846.

\_\_\_\_\_. Derecho societario en Estados Unidos. 3 ed. Bogotá: Legis, 2006. p. 2-4, 24.

SANABRIA RANGEL, Pedro Emilio. Gobierno Corporativo: discurso o práctica empresarial. En: Management. Bogotá: Universidad de San Buenaventura, 2006. p. 131.

SÁEZ, M<sup>a</sup> Isabel. Las bases económicas del derecho de la junta de socios. Facultad de Derecho. Universidad Autónoma de Madrid. En: Revista para el análisis del derecho. España, Barcelona, 2008. p.20.

SEARLE & HART. El Derecho como institución social. En: AAVV, Teoría y Metodología del Derecho. Estudios en Homenaje a Gregorio Peces-Barba, tomo II, Madrid: Dykinson, 2008, pp. 683-701.

STOREY, Mark, BOYD, Gale & DOWD, Jeff. Voluntary Agreements with industry. Escrito presentado en al coloquio de acuerdos voluntarios organizado por la fundación ENI. 1996 (Citada: 25 sep. 2011) Disponible en:  
< <http://www.eni.org.it> Venecia>

INTERNATIONAL SHAREHOLDER SERVICES GLOBAL INSTITUCIONAL INVESTOR STUDY. [online]. 2006 (Citada: 8 may. 2011). Disponible en:  
<[www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp](http://www.issproxy.com/globalinvestorstudy/index.jsp)>

SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circular Externa 14 de 1997

\_\_\_\_\_. Circular Externa 09 de 1997

\_\_\_\_\_. Concepto 220-37375 de 2000.

\_\_\_\_\_.Concepto jurídico No. 220-28007 de 2000

\_\_\_\_\_. Doctrinas y Conceptos Jurídicos, 1995. p. 173, 174

\_\_\_\_\_. Oficio 220-28028 de 2001

\_\_\_\_\_. Oficio 220-109678 de 1999.

\_\_\_\_\_. Oficio 220-58126 de 1999.

\_\_\_\_\_. Oficio 220-14703 de 1994.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Guía para los emisores: Delegatura para emisores, portafolios de inversión y otros agentes. Bogotá, 2008. p. 11.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Circular Externa 028 del 11 de mayo de 2007.

\_\_\_\_\_. Circular Externa 007 del 10 de febrero de 2011.

TEORIA DE GOBIERNO CORPORATIVO. (Citada: 10 jul. 2011). Disponible en: <[http://catarina.udlap.mx/u\\_dl\\_a/tales/documentos/lad/lima\\_t\\_ra/capitulo3.pdf](http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lad/lima_t_ra/capitulo3.pdf)>

TEORÍA DE JUEGOS. (Citada: 28 sept.2011) Disponible en: <<http://www.econlink.com.ar/definicion/teoriadejuegos.shtml>>

TEORÍA DE JUEGOS. El dilema del prisionero (Citada: 10 oct. .2011) Disponible en: <<http://www.pausanchez.com/es/2008/03/04/teoria-de-juegos-el-dilema-del-prisionero/>>

VARIAN, Hal R. Microeconomía intermedia. 5 ed. Barcelona: Antoni Bosch, 2001. 726 p. ISBN 9586823660.

WILLIAMSON, O.E. Las instituciones económicas del capitalismo. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1985. págs. 301 – 327

**ANEXO NÚMERO UNO (1): NORMAS RELACIONADAS CON LA REVISORÍA FISCAL  
CÓMO ÓRGANO DE CONTROL**

<b>TEMA OBJETO DE REGULACIÓN</b>	<b>TEXTO NORMATIVO</b>
Sociedades obligadas a tener Revisor Fiscal	<p><b>(i) Artículo 203 del Código de Comercio:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Las sociedades por acciones;</li> <li>2. Las sucursales de compañías extranjeras, y;</li> <li>3. Las sociedades en las que, por ley o por los estatutos, la administración no corresponda a todos los socios, cuando así lo disponga cualquier número de socios excluidos de la administración que representen no menos del veinte por ciento del capital.</li> </ol> <p><b>(ii) Artículo 13 de la Ley 43 del 90:</b></p> <p>Será obligatorio tener Revisor fiscal en todas las sociedades comerciales, de cualquier naturaleza, cuyos activos brutos a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior sean o excedan el equivalente de cinco mil salarios mínimos y/o cuyos ingresos brutos durante el año inmediatamente anterior sean o excedan al equivalente a tres mil salarios mínimos.</p> <p>La elección del revisor fiscal se debe hacer por mayoría absoluta de la Asamblea General de Accionistas o Junta de Socios. (Artículo 204 Código de Comercio).</p>
Incompatibilidades y/o inhabilidades del Revisor Fiscal	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Quienes sean asociados de la misma compañía o de alguna de sus subordinadas, ni en éstas, quienes sean asociados o empleados de la sociedad matriz;</li> <li>2. Quienes estén ligados por matrimonio o parentesco dentro del cuarto grado de consanguinidad, primero civil o segundo de afinidad, o sean consocios de los administradores y funcionarios directivos, el cajero auditor o contador de la misma sociedad, y</li> <li>3. Quienes desempeñen en la misma compañía o en sus subordinadas cualquier otro cargo.</li> </ol> <p>Quien haya sido elegido como revisor fiscal, no podrá desempeñar en la misma sociedad ni en sus subordinadas ningún otro cargo durante el período respectivo.</p> <p>Las inhabilidades buscan que el revisor fiscal sea una persona neutra que pueda asumir su trabajo, sin que intervengan otra clase de intereses que puedan perjudicar a la sociedad. Es decir, son prohibiciones tendientes a evitar cualquier conflicto que reste independencia y objetividad al ejercicio de las funciones desempeñadas por la Revisoría Fiscal.</p>
Efectos del Incumplimiento en las Funciones del Revisor Fiscal	<p>En cuanto a las consecuencias por incumplimiento de las funciones de un revisor fiscal, es del caso advertir que él responderá de los perjuicios que cause a la sociedad, a sus asociados o a terceros, por negligencia o dolo en el cumplimiento de sus funciones. Además, se puede hacer acreedor, por parte de la Superintendencia de Sociedades a multas pecuniarias; suspensión del cargo que ejerce, de un mes a un año dependiendo de la clase de falta u omisión y en caso de reincidencia se doblarán las sanciones antes descritas y podrá imponerse la interdicción permanente o definitiva para el ejercicio del cargo de revisor fiscal, ( artículo 211, 216 y 217 del Estatuto Mercantil)<sup>147</sup></p>

<sup>147</sup> Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-14703 de 1994.

**ANEXO NÚMERO DOS (2): NORMAS RELACIONADAS CON LAS JUNTAS DIRECTIVAS Y ADMINISTRADORES.**

<b>TEMA OBJETO DE REGULACIÓN</b>	<b>TEXTO NORMATIVO</b>
Elección y/o inhabilidades e incompatibilidades de los administradores	<p>El Código de Comercio, en su artículo 198, establece que los administradores diferentes a los miembros de la junta directiva, serán elegidos por la asamblea o por la junta de socios, pero podrá delegarse por disposición expresa de los estatutos en la junta directiva elegida por la asamblea general. De igual forma, se tendrán por no escritos los pactos que tiendan a establecer la inamovilidad de los administradores elegidos por la asamblea general, junta de socios o junta directiva, o que exijan para la remoción mayorías especiales distintas de las comunes, como una forma de protección especial y mecanismo de control de los accionistas frente a la gestión de los administradores.</p> <p>Por otra parte, el artículo 185 del mismo Código establece que salvo aquellos casos en los que el administrador sea también representante legal de una sociedad accionista, éste no podrá representar, en las reuniones de asamblea o junta de socios, acciones distintas a las propias. El mismo artículo establece que los administradores no podrán votar los balances y cuentas de fin de ejercicio ni las de liquidación. Esta disposición busca evitar que los administradores se perpetúen en el poder o que aprueben sus propias cuentas.</p>
Elección de los miembros de la Junta Directiva	<p>Cuando se va a elegir una junta directiva, los accionistas deben tener siempre en cuenta que éstas deben ser eficientes, competentes, independientes y responsables y su actuar debe estar dirigido a garantizar los derechos de los accionistas y el desarrollo y sostenimiento de la compañía; de ahí que la elección deba hacerse a conciencia, consultando los intereses de la empresa y eligiendo funcionarios competentes y comprometidos con el cargo. La elección de este órgano debe asegurar la participación de los accionistas minoritarios.</p> <p>En busca de este objetivo el legislador consagra en el artículo 197 del Código de Comercio el sistema de cociente electoral, el cual se determina dividiendo el número total de los votos válidos emitidos, por el de las personas que hayan de elegirse. El escrutinio se comenzará por la lista que hubiere obtenido mayor número de votos y, de cada lista que se presente se elegirán tantos nombres cuantas veces quepa el cociente en el número de votos emitidos por la misma. Si quedaran puestos por proveer, estos se elegirán con los residuos más altos, escrutándolos en el mismo orden descendente.</p> <p>Finalmente, el artículo 202 del Código de Comercio establece que, en las sociedades por acciones, ninguna persona podrá ser designada ni ejercer, en forma simultánea, un cargo directivo en más de cinco juntas, lo cual busca que los miembros de la junta directiva desempeñen sus funciones acorde con la responsabilidad y profesionalidad que el cargo exige.</p>
Funciones y Limitaciones de	A falta de estipulación en contrario, las personas que representan a la sociedad podrán celebrar o ejecutar todos los actos y contratos comprendidos dentro del objeto social o que se relacionen directamente con la existencia y el funcionamiento de la sociedad. Las limitaciones

los Administradores	o restricciones de las facultades que no consten expresamente en el contrato social inscrito en el registro mercantil no serán oponibles a terceros. (Artículo 196 del Código de Comercio)
Rendición de cuentas de los administradores	Los administradores tienen la obligación deberán presentar a la Asamblea General de Accionistas las cuentas de su gestión al final de cada ejercicio dentro del mes (1) siguiente a la fecha en la cual se retiren de su cargo y, cuando se las exijan los accionistas. Para estos efectos, la presentación de los estados financieros propósito general, los informes de gestión y los estados financieros certificados son los instrumentos que el legislador ha diseñado para tal fin. (Artículo 45 de la ley 222 de 1995).
Informe de Gestión	El artículo 47 de la Ley 222 de 1995 exige que al término de cada ejercicio contable, los administradores presenten a la Asamblea de Accionistas o Junta de Socios - entre otra información - un informe de gestión, el cual debe contener una exposición sobre la evolución de los negocios y la situación jurídica, económica y administrativa de la sociedad e indicar aspectos tales como los acontecimientos importantes acaecidos después del ejercicio; la evolución previsible de la sociedad; las operaciones celebradas con socios y administradores y, el estado de cumplimiento de las normas sobre propiedad intelectual y derechos de autor por parte de la sociedad.
Presentación de balances	<p>El artículo 446 numeral 3 del Código de Comercio, establece que la Junta Directiva y el representante legal presentarán a la Asamblea General de Accionistas para su aprobación o negación, el balance de cada ejercicio, acompañado del informe de la Junta sobre la situación económica y financiera de la sociedad, que contenga, además de los datos contables y estadísticos pertinentes, los siguientes: “a) Detalle de los egresos por concepto de salarios, honorarios, viáticos, gastos de representación, bonificaciones, prestaciones en dinero y en especie, erogaciones por concepto de transporte y cualquiera otra remuneración que hubiera percibido cada uno de los directivos de la sociedad. Las erogaciones por los mismos conceptos indicados en el literal anterior, que se hubieran hecho a favor de asesores o gestores, vinculados o no a la sociedad mediante contrato de trabajo, cuando la principal función que realicen consista en tramitar asuntos ante entidades públicas o privadas; b) Transferencias de dinero y demás bienes; c) Los gastos de propaganda y relaciones públicas; d) Los dineros u otros bienes que la sociedad posea en el exterior y las obligaciones en moneda extranjera y las inversiones discriminadas de la compañía en otras sociedades, nacionales o extranjeras”.</p> <p>De igual forma, el artículo 1.1.3.2 de la Resolución 400 de 1995, establece que los emisores de valores deberán presentar ante la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) como información de Fin de Ejercicio: “1. INFORMACION PREVIA A LA ASAMBLEA. Los emisores de valores, el proyecto de distribución de utilidades a lo menos quince (15) días hábiles de antelación a la fecha fijada para la reunión de la asamblea general de accionistas o del órgano que cumpla similares funciones, con el informe de la fecha que se tiene prevista para su realización, o en su lugar el informe de pérdidas del ejercicio. 2. INFORMACION POSTERIOR A LA ASAMBLEA. Dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la fecha de celebración de la asamblea general de accionistas o del órgano que cumpla similares funciones, en que se aprueben los estados financieros de fin de ejercicio, los emisores de valores deberán presentar los siguientes documentos: a) Formulario de actualización, debidamente diligenciado; b) Copia del acta de Asamblea General o de la reunión del órgano que cumpla similares funciones con todos sus anexos incorporados, y c) Un certificado de existencia y representación, que no deberá tener una fecha de expedición anterior a tres meses.</p>

Revelación de información	Las entidades emisoras inscritas en el RNVE deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia los estados financieros de períodos intermedios y demás información que para el efecto establezca la misma, con la periodicidad y en los términos y condiciones que ella determine. Los estados financieros de períodos intermedios deberán elaborarse como mínimo cada tres (3) meses. (Artículo 5.2.4.1.3 del Decreto 2555 de 2010)
---------------------------	--