



# **Levantamiento del Velo Corporativo: una Mirada desde el Gobierno Corporativo y la Teoría Económica**

**Edwin Ricardo Mariño Bello**

Universidad Externado de Colombia

Facultad de Economía, Posgrados

Bogotá D.C., Colombia

2020



# **Levantamiento del Velo Corporativo: una mirada desde el Gobierno Corporativo y la Teoría Económica**

**Edwin Ricardo Mariño Bello**

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:

**Magíster en Economía**

Director:

Mauricio Pérez Salazar

Universidad Externado de Colombia

Facultad de Economía, Posgrados

Bogotá D.C., Colombia

2020



A mi madre, quien con su infinito amor ha luchado incansablemente por hacer que se cumplan mis sueños.

A mi hermana, mi sobrino y mi novia por su apoyo incondicional.

A mi hijo, por ser la inspiración que alegra cada día.



## Agradecimientos

En primer lugar, quisiera expresar mi más profundo agradecimiento al profesor Mauricio Pérez, director del presente trabajo, quien con su valioso apoyo y consejo me orientó durante el proceso de investigación para alcanzar los resultados que buscaba.

De igual forma, agradezco a todos los profesores que me han acompañado a lo largo de mi formación profesional, en especial al profesor Juan Pablo Herrera quien me enseñó el poder que puede tener la microeconomía para entender la realidad económica, así como al profesor Alberto Castrillón quien en sus amenas charlas me mostró la importancia de las instituciones en el desarrollo económico.

También quiero agradecer a mi familia: a mi madre Aurora Bello por su paciencia y por nunca perder la fe en mí; a mi hermana Johana porque su apoyo y ánimos estuvieron siempre presentes; a Ingrid por ser mi compañera de vida, siempre dispuesta a apoyarme aun cuando mis ánimos decaían, a escuchar con paciencia las ideas que tenía en mente y, además de todo, por ser mi consejera en la revisión de estilo del documento.

Por último, quiero agradecer a todos mis amigos: Vladimir Ariza, Juan Pablo Dueñas, Derly Sánchez, Oscar Maldonado, Lorena Sánchez, Fabian Ruiz y Catalina Ariza por hacer más ameno el acto de vivir.



## Resumen

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo llevar a cabo un análisis, desde la óptica de la teoría económica, del levantamiento del velo corporativo conceptualizado como uno de los mecanismos asociados al Gobierno Corporativo.

Para ello, aborda la evolución del concepto de Gobierno Corporativo desde el ámbito económico. Posteriormente, desarrolla los conceptos desde las teorías de la Agencia y de la Nueva Economía Institucional. Finalmente, presenta un análisis aplicado del levantamiento del velo corporativo con base en las anteriores corrientes de pensamiento.

A partir del análisis se puede concluir que el levantamiento del velo corporativo permite alinear intereses entre los administradores y proveedores del capital, reduciendo el riesgo asociado a la inversión y a su vez disminuyendo la compensación dada al administrador para incentivar su buen comportamiento. Así mismo, en escenarios con un marco jurídico institucional débil, se presentan otros mecanismos *ex ante* y *ex post* al proceso contractual.

**Palabras clave:** Gobierno Corporativo, Teoría de la Agencia, Nueva Economía Institucional, Levantamiento del Velo Corporativo, Responsabilidad Limitada.

## Abstract

This research work aims to carry out an analysis, from the perspective of economic theory, of the lifting the corporate veil conceptualized as one of the mechanisms associated with Corporate Governance.

This work traces the evolution of the Corporate Governance concept from the economic field. Subsequently, it develops the concepts from the Agency Theory and the New Institutional Economy. Finally, it presents an applied analysis of lifting the corporate veil based on the previous schools of

thought.

From the analysis, it can be concluded that the lifting the corporate veil allows the interests of managers and providers of capital to be aligned, reducing the risk associated with the investment and, in turn, reducing the compensation given to the manager to encourage good behavior. Likewise, other mechanisms are presented ex ante and ex post in the contractual process for scenarios with weak legal frameworks.

**Keywords: Corporate Governance, Agency Theory, New Institutional Economy, Corporate Veil Lifting, Limited Liability.**

**Clasificación JEL: D74, D81, D82, D86, G34, G38, K11, K12, K13, K35, K42.**

# Contenido

<b>Agradecimientos</b>	<b>VII</b>
<b>Resumen</b>	<b>IX</b>
<b>1. Introducción</b>	<b>1</b>
<b>2. Conceptos y Ámbitos de Estudio</b>	<b>4</b>
2.1. El Concepto de Gobierno Corporativo y su Importancia . . . . .	4
2.2. Ámbitos de Estudio del Gobierno Corporativo . . . . .	6
2.3. Evolución del Concepto de Gobierno Corporativo desde el Ámbito Económico . . . . .	9
2.4. El Concepto del Levantamiento del Velo Corporativo . . . . .	13
2.5. Prácticas de Gobierno Corporativo y el Levantamiento del Velo Corporativo . . . . .	17
2.5.1. Levantamiento del Velo Corporativo desde el Gobierno Corporativo . . . . .	18
<b>3. Incentivos: de los Problemas de Agencia a la Visión de la Nueva Economía Institucional</b>	<b>21</b>
3.1. El Problema de Agencia Básico . . . . .	22
3.2. Problemas de Agencia en las Empresas . . . . .	25
3.3. Más Allá de los Incentivos: la Visión de la Nueva Economía Institucional . . . . .	29
<b>4. Análisis Aplicado: Levantamiento del Velo Corporativo</b>	<b>33</b>
4.1. Análisis Desde la Teoría de la Agencia . . . . .	33
4.1.1. El Modelo Base . . . . .	34
4.1.2. Modelo Sin Responsabilidad Limitada . . . . .	36
4.1.3. Modelo Con Levantamiento del Velo Corporativo . . . . .	38

---

4.2. Análisis Desde la Nueva Economía Institucional - NEI . . . . .	42
<b>5. Conclusiones</b>	<b>48</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>50</b>
<b>A. Anexo N° 1: Prácticas de Gobierno Corporativo por Etapa de Aplicación</b>	<b>57</b>

# Lista de Figuras

<b>2-1.</b>	Ámbitos de Estudio del Gobierno Corporativo. . . . .	7
<b>2-2.</b>	Macro-estructura del Gobierno Corporativo . . . . .	19
<b>3-1.</b>	Grupos de Interés y Relaciones de Agencia . . . . .	28
<b>3-2.</b>	Alcance de las Relaciones Contractuales en la NEI . . . . .	32
<b>4-1.</b>	Secuencia del Modelo Base . . . . .	35
<b>4-2.</b>	Esquema Básico Contractual NEI . . . . .	44

# Lista de Tablas

- 4-1. Principal – Agente Bajo Diferentes Escenarios . . . . . 39
- 4-2. Estructura de Pagos - Modelo con Levantamiento del Velo Corporativo . . . . . 40

# 1. Introducción

A medida que el desarrollo económico de los países y la globalización han traído como resultado el aumento en tamaño e importancia de las empresas, se ha hecho relevante entender las prácticas que contribuyen a la buena gobernanza de las organizaciones. En este sentido, el Gobierno Corporativo estudia las dinámicas de poder y los mecanismos que permiten alinear los intereses de las diferentes partes que intervienen en el funcionamiento de la empresa.

No obstante, el Gobierno Corporativo ha sido desarrollado en su mayoría desde el derecho o la administración y poco se ha analizado desde la economía. De esta forma, se hace pertinente preguntarse si existen elementos desde la teoría económica que permitan entender el concepto de Gobierno Corporativo. Asimismo, si las herramientas que provee la teoría económica permiten llevar a cabo un análisis del levantamiento del velo corporativo, como un mecanismo asociado al mismo. De esta forma, la pregunta de investigación que guía esta tesis se puede plantear de la siguiente manera: ¿Cómo podemos entender el funcionamiento de los mecanismos de GC a través de las herramientas de la teoría económica? Asimismo, partiendo de la respuesta a esta pregunta y considerando la figura del levantamiento del velo corporativo, se puede llegar al cuestionamiento adicional de ¿Cuál es el efecto del levantamiento del velo corporativo sobre la alineación de incentivos?

Si bien se tiene la expectativa que sea limitada la literatura económica que aborda directamente el Gobierno Corporativo desde el ámbito teórico; como hipótesis de trabajo se espera que aquella existente contribuya a comprender el funcionamiento de los mecanismos de buen gobierno, en especial a partir de los acercamientos que procuran explicar el funcionamiento de la empresa – como la Teoría de Agencia y la Nueva Economía Institucional –. De igual forma, de manera com-

plementaria se espera que las herramientas conceptuales, propias del análisis económico, permitan formalizar el estudio de levantamiento del velo corporativo. Evidenciando un impacto positivo sobre la alineación de incentivos entre el principal y el agente, así como las limitaciones que pueda llegar a tener esta figura.

La presente investigación tiene como objetivo exponer los fundamentos económicos que subyacen al concepto de Gobierno Corporativo, a partir de los acercamientos de la Teoría de la Agencia (TA) y la Nueva Economía Institucional (NEI), dilucidando las principales diferencias y complementariedades que se gestan entre estas dos corrientes de pensamiento. Así mismo, a partir de los conceptos de la teoría económica, se pretende llevar a cabo un análisis del levantamiento del velo corporativo dentro del proceso de financiamiento de las empresas, incorporando un enfoque ampliado de las relaciones hacia los grupos de interés.

Para llevar a cabo la presente investigación se realiza un proceso de análisis teórico que va de lo general a lo particular, buscando sustentar las conclusiones a partir de los modelos y premisas de las corrientes económicas consideradas. En este sentido, en primer lugar, se aborda la definición del concepto de Gobierno Corporativo, así como su evolución histórica y los aportes realizados desde el ámbito económico. De igual forma, se clarifica el concepto de la desestimación de la personalidad jurídica o levantamiento del velo corporativo y se establece dentro marco de análisis del Gobierno Corporativo.

En segundo lugar, se desarrollan con mayor detalle los conceptos que aportan al análisis del Gobierno Corporativo, desde la Teoría de la Agencia (a través de los modelos de principal-agente y las asimetrías de información) y de la Nueva Economía Institucional (a partir del análisis del esquema contractual que plantea Williamson). Lo anterior, permite allanar el camino para un análisis específico del levantamiento del velo corporativo.

En tercer lugar, se presenta un análisis del levantamiento del velo corporativo a partir de las corrientes de pensamiento económico anteriormente presentadas. Para ello, a partir de un modelo

microeconómico base de agencia, utilizado por Tirole (1999) para analizar la restricción crediticia dentro del proceso de financiamiento de las empresas, se desarrollan dos modelos variando los supuestos: uno donde se analiza la ausencia de la responsabilidad limitada y otro donde se incluye el levantamiento del velo corporativo. Posteriormente, a partir de los resultados, se contrasta con un análisis a partir del enfoque de los costos de transacción que plantea Williamson (1989).

Finalmente, se presentan las conclusiones de la investigación, así como los retos futuros en materia de nuevas investigaciones relacionadas. Entre las conclusiones más importantes, desde la Teoría de la Agencia, se encuentra que el levantamiento del velo corporativo permite alinear intereses entre los administradores y proveedores del capital, reduciendo el riesgo asociado a la inversión y a su vez disminuyendo la compensación dada al administrador para incentivar su buen comportamiento. Así mismo, desde el análisis de la Nueva Economía Institucional, en escenarios con un marco jurídico institucional débil, se vislumbra la existencia de salvaguardas adicionales al levantamiento del velo corporativo como mecanismos *ex ante* y *ex post* al proceso contractual que permiten alinear los intereses de las partes.

## 2. Conceptos y Ámbitos de Estudio

### 2.1. El Concepto de Gobierno Corporativo y su Importancia

Un concepto inicial de Gobierno Corporativo (GC) hace referencia a la forma en que se organizan y funcionan los órganos que dirigen las empresas en pro de establecer un crecimiento estable en el tiempo. No obstante, vale la pena hacer un resumen rápido por la evolución del concepto y ampliar su significado actual.

Las primeras bases del concepto de Gobierno Corporativo surgieron en la década de los 30's y estuvieron asociadas a los problemas que conllevaba la separación entre la propiedad y la administración<sup>1</sup>, en gran parte debido al surgimiento de las corporaciones modernas con dispersión de capital en pequeños accionistas donde los administradores o algunos accionistas mayoritarios podían ejercer a su favor un poder mayor al que por derechos de propiedad tendrían. Un ejemplo de ello se puede ver en el caso de los gerentes, los cuales, sin ser propietarios y ante la ausencia de un control efectivo de los pequeños accionistas, podían ejercer el poder para su beneficio aún a costa del bienestar de los accionistas (Berle y Means, 1932). En las décadas subsiguientes se inició el debate sobre la necesidad que tienen los accionistas de ejercer sus derechos de propiedad y de velar por el incremento del valor de sus inversiones (Portalanza 2013).

Con el crecimiento de las corporaciones en importancia y tamaño, surge explícitamente el concep-

---

<sup>1</sup>Si bien los autores clásicos en economía esbozaron entre sus ideas preocupaciones que se pueden considerar como parte del análisis del Gobierno Corporativo, fueron aspectos aislados que no permitieron considerar como un inicio del concepto.

to de Gobierno Corporativo<sup>2</sup>. Inicialmente estuvo más asociado al papel que cumplen órganos de gobierno como la junta directiva, la asamblea de accionistas o la gerencia; así como a la estructura de pesos y contrapesos que permiten una correcta alineación de los intereses de cada parte.

Si bien la noción de Gobierno Corporativo tiene una importancia intrínseca en la medida que la organización de las empresas es un factor que determina su productividad y a nivel agregado impacta el crecimiento económico, en las últimas décadas, el concepto ha cobrado mayor importancia para el ámbito económico, en la medida que se ha identificado como uno de los factores cuyas falencias han sido causantes de grandes desastres corporativos como el de Enron en el 2001<sup>3</sup> o incluso catástrofes económicas globales como la última crisis económica de las hipotecas sub-prime en EE.UU. en el 2008.

De esta forma, con el tiempo buena parte del eje de la discusión pública sobre el Gobierno Corporativo, en especial desde el punto de vista práctico, se centró en la identificación de lo que deberían considerarse buenas prácticas de Gobierno Corporativo, a través de manuales de recomendaciones, tal como el Informe Cadbury en Reino Unido (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992) o los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD (OECD, 1999, 2016)<sup>4</sup>, redactados con el fin de establecer unos lineamientos generales que permitieran evaluar y mejorar el marco legal, institucional y normativo de los países, y de esta forma mitigar el riesgo sistémico que pudieran conllevar la malas prácticas corporativas.

El desarrollo del Gobierno Corporativo desde este enfoque estuvo centrado en cinco aspectos que impactan la gobernanza de las empresas: los derechos de propiedad, el trato equitativo de los accionistas, las partes interesadas o grupos de interés (stakeholders), transparencia y revelación de información, y las responsabilidades de la Junta Directiva. De estos grandes temas se desprenden

---

<sup>2</sup>Richard Eells (1956) sería el primero en utilizar el término “gobierno de la buena organización o Gobierno Corporativo” para referirse al gobierno de las organizaciones.

<sup>3</sup>Enron fue una importante empresa estadounidense del sector energético que colapsó debido a fraude contable y malas prácticas de la dirección, afectando a una gran cantidad de trabajadores, accionistas, consumidores y otras empresas vinculadas.

<sup>4</sup>Los principios fueron inicialmente redactados en 1999 y fueron revisados en 2004 y 2016.

los múltiples mecanismos que se configuran en la práctica del quehacer de las empresas, tales como: los sistemas de remuneración de los directivos, los derivados de la tipología y responsabilidades de los accionistas y administradores, las características y funcionamiento de las juntas directivas, los mecanismos de protección a los derechos de propiedad (como lo puede ser el levantamiento del velo corporativo), el papel del mercado de control corporativo y los sistemas de monitoreo, entre otros tantos.

En este orden de ideas, aunque en principio el gobierno de las empresas era un asunto que importaba principalmente a sus accionistas, posteriormente el concepto de Gobierno Corporativo mutó para incorporar a otros agentes relacionados. Este último enfoque, da una mayor importancia al papel que cumplen todas las partes que intervienen o se ven afectados ya sea directa o indirectamente por el gobierno de la empresa; este enfoque fue desarrollado más extensamente por Freeman (1984) entre otros (Freeman y Mcvea, 2001 y Reed, 1999) <sup>5</sup>. Una definición dada por Tirole bajo este enfoque parte de considerar el Gobierno Corporativo como “el diseño de las instituciones que inducen o fuerzan a los gerentes a internalizar el bienestar de los grupos interesados” (Tirole, 1999, p. 13).

Finalmente, a manera de conclusión y para contar con un concepto más completo se puede definir el Gobierno Corporativo como: el estudio de las dinámicas de poder que afecta las decisiones organizacionales y los diferentes mecanismos o prácticas utilizadas para alinear los intereses de los agentes que intervienen en la toma de decisiones y las partes interesadas.

## **2.2. Ámbitos de Estudio del Gobierno Corporativo**

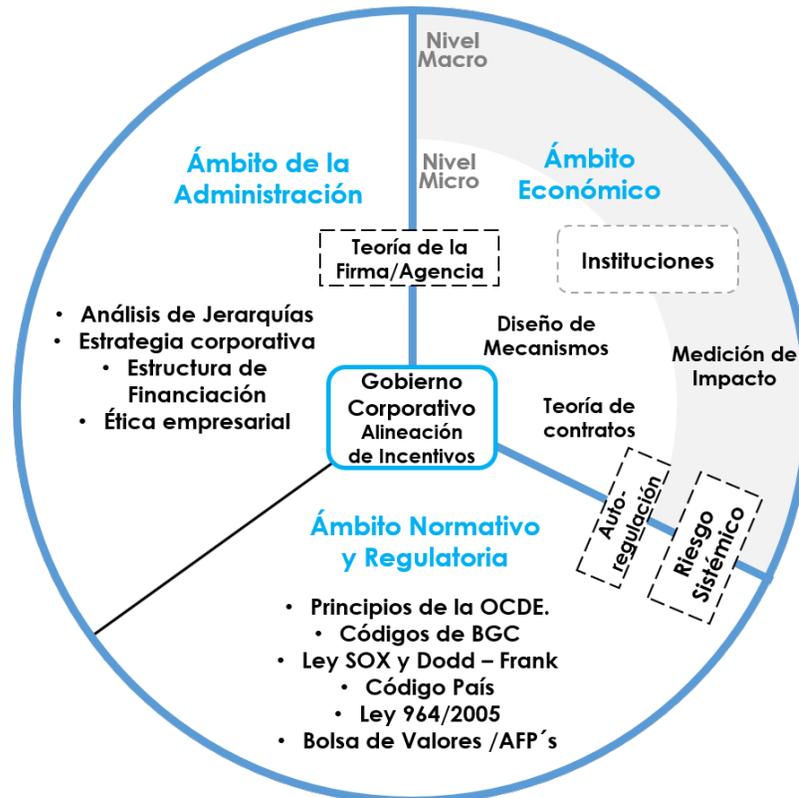
El Gobierno Corporativo ha sido objeto de análisis desde diferentes aristas y campos del conocimiento, debido en gran parte al carácter transversal que tiene el estudio de las organizaciones. En este sentido, a nivel general se pueden distinguir tres grandes ámbitos desde los cuales se ha

---

<sup>5</sup>Para una revisión detallada de autores ver Arévalo y Requena (2013).

abordado: administración, normativo y regulatorio, y económico<sup>6</sup> (ver figura 2-1).

**Figura 2-1.:** Ámbitos de Estudio del Gobierno Corporativo.



Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, el estudio del Gobierno Corporativo ha sido abordado desde el ámbito de la administración y la teoría de la organización, en la medida que permite alinear la estrategia funcional en pro de los objetivos de la firma y asegurar su funcionamiento en el largo plazo. En segundo lugar, también se ha estudiado desde el ámbito normativo y regulatorio, en la medida que el funcionamiento de las organizaciones tiene implicaciones sistémicas que afectan, no solamente a los agentes que intervienen directamente, sino también a grupos de interés más amplios de la sociedad. Por ejemplo, la gobernanza de las entidades financieras tiene repercusiones en la economía en su conjunto, por lo cual requieren un marco normativo especial.

<sup>6</sup>Eventualmente pueden existir otras aproximaciones desde la sociología, la psicología, la ética entre otras ciencias y áreas, no obstante, no representan un número considerable de estudios.

Finalmente, en tercer lugar, desde el ámbito de la teoría económica el GC ha sido analizado a través de los modelos de agencia, principalmente, desde la teoría de la firma y más recientemente a través de los nuevos desarrollos de la teoría de contratos y del diseño de mecanismos, de igual forma, otras vertientes de estudios económicos se han centrado en el GC como parte del funcionamiento de las instituciones (corriente de la Nueva Economía Institucional) o en la medición de los efectos que las diferentes prácticas de GC tanto a nivel micro de las organizaciones como a nivel macro de la economías en su conjunto.

Eventualmente, entre los diferentes acercamientos que se han dado al GC se presentan interconexiones y superposiciones que permiten enriquecer el análisis. Es así como, por ejemplo, la teoría de la firma ha estado presente tanto en el análisis del ámbito económico como en el de la administración, en el primer caso con enfoque más teórico y en el segundo más pragmático.

En la práctica, gran parte de la literatura suele relacionar el GC con los mecanismos que se implementan en las juntas directivas o en general en los órganos superiores de decisión de las empresas<sup>7</sup>; no obstante, el alcance teórico va más allá de estas medidas e intenta entender los diferentes aspectos e incentivos que determinan el funcionamiento de las organizaciones como un meta agente-económico.

En la medida que el objetivo del presente trabajo es centrarse en cómo se ha abordado el GC y el levantamiento del velo corporativo desde el ámbito económico, a continuación, se presenta un repaso del GC desde este ámbito.

---

<sup>7</sup>Dichos mecanismos o prácticas se configuran, no obstante, como la forma tangible en que se desarrolla el Gobierno Corporativo por parte de las empresas. Para ver un compendio de las prácticas de Gobierno Corporativo se puede consultar a Todd (2010).

## 2.3. Evolución del Concepto de Gobierno Corporativo desde el Ámbito Económico

Si bien la literatura específicamente sobre Gobierno Corporativo vista desde el ámbito económico no es muy extensa, se puede relacionar de manera preliminar algunos trabajos que revisan los fundamentos teóricos del Gobierno Corporativo a nivel general, tales como Shleifer y Vishny (1997), Portalanza (2013), Contreras y Garnica (2008), Agüero (2009), Martínez (2015), Pachón (2007) y Bruno y Claessens (2010). Estos trabajos, no obstante, tienen un alcance limitado en cuanto se concentran en los primeros desarrollos teóricos sobre el Gobierno Corporativo y no tratan los últimos aportes a la materia.

Los conceptos desarrollados desde la economía que han tenido un impacto, ya sea directo o indirecto, en el entendimiento del GC son variados. Algunos, como los análisis de la gobernanza de la empresa que realizó Oliver Williamson (considerándola como una institución) fueron fundamentales, pero no partieron de la nada, fueron precedidos por ideas de autores considerados clásicos de la economía que aportaron a la discusión en los análisis que hicieron de la empresa. Otros aportes, como aquellos enfocados en las asimetrías de la información o en el diseño de mecanismos (entre muchos otros), si bien no se desarrollaron pensando en el GC, fueron fundamentales para que posteriormente se hiciera un análisis más amplio desde las corrientes de la Teoría de la Agencia y de la teoría de contratos<sup>8</sup>. A continuación, se presenta una breve síntesis de los principales desarrollos teóricos que aportan a la fundamentación económica del GC.

Si bien desde los economistas clásicos como Adam Smith ya estaba presente la noción básica del problema de la separación entre propiedad y control cuando mencionaba que "...como los directores de estas compañías administran caudales ajenos, y no los propios, no es de esperar que pongan en su manejo aquella vigilancia y diligencia extremada que suelen poner en los suyos los miembros de una sociedad colectiva"(Smith, 2012, p. 656), es hasta el trabajo seminal de Berle

---

<sup>8</sup>Entre los principales exponentes se encuentran los premios nobel de economía: Jean Tirole, desde la teoría de agencia; y Oliver Hart, desde la teoría de contratos.

y Means (1932) donde se establecen las bases del Gobierno Corporativo al poner de presente la concentración del poder económico de los administradores en las corporaciones modernas con regímenes de propiedad dispersa (base accionarial grande de pequeños accionistas) (Mizruchi, 2004).

Esto se vio complementado con el desarrollo de diferentes acercamientos que permitieron entender el funcionamiento de algunos aspectos de la firma, tales como los realizados por Coase (1937) al concebir la empresa como mecanismo para la internalización de costos de transacción<sup>9</sup>. Los incipientes aportes a la Teoría de la Agencia de Berle y Means dieron paso al trabajo seminal de Jensen y Meckling (1976), quienes analizaron el funcionamiento de las corporaciones norteamericanas y elaboraron un modelo de costos de agencia en el que incorporaron entre sus ejes fundamentales el monitoreo, los salarios y una pérdida residual del principal por diferencia de intereses con los agentes. En su trabajo, se ponen de manifiesto “los posibles problemas de agencia y los conflictos de intereses entre el agente y el dueño de capital, con lo cual se hace necesario el establecimiento de medidas de control (disciplinarias). De esta forma, se canalizan adecuadamente las relaciones entre los contratos de las empresas (Teoría de Agencia) en el campo de la dirección, gestión y control empresarial con el fin de alcanzar los objetivos fijados” (Arévalo y Requena, 2013, p. 7). El trabajo de Jensen y Meckling permitió integrar la Teoría de la Agencia, la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de las finanzas en el desarrollo de una teoría de la estructura de propiedad de la empresa.

De manera paralela al desarrollo de la Teoría de la Agencia, surgió la economía de la información donde se detallan las consecuencias de la existencia de asimetrías de información entre distintos agentes económicos. En este sentido, Akerlof (1970) con su aporte al papel de las asimetrías de información y la selección adversa; Spence (1973) y Ross (1977) con el desarrollo de los mecanismos de señalización en mercados de deuda o Myers y Maluf (1984) en el mercado de acciones (Aguero, 2009) y Stiglitz (1985) quien extendió al mercado del crédito el análisis de las asimetrías de información, dieron un valioso aporte para entender las dinámicas que se desarrollan en el

---

<sup>9</sup>Coase (1937) introdujo el término costos de transacción como aquellos en los que se incurre para usar el mecanismo de mercado tales como los costos de búsqueda e información, de negociación y decisión, y de formulación y aplicación de las políticas.

proceso de agencia.

Posteriormente, el alcance del GC se vio nutrido con los trabajos de Dahl (1970) con lo que llamó “administración de los grupos de interés” y de Freeman (1984) donde incorporan al análisis de la estrategia empresarial el papel de los grupos de interés, es decir, aquellos agentes que afectan o se ven afectados por el funcionamiento de la organización. Este concepto será importante en el estudio de la gobernanza corporativa especialmente en organizaciones que cuentan con objetivos sociales dentro de su misión, tales como organizaciones estatales, fundaciones sin ánimo de lucro, universidades, entre muchas otras. Este punto de vista es tratado por Tirole a través del enfoque que denominó Sociedad de Grupos de Interés (SGI) en contraposición al enfoque que concibe que las empresas tienen como único objetivo el de la maximización de las ganancias.

El papel de la gobernanza corporativa cobró mayor relevancia en el ámbito económico gracias al trabajo realizado por Oliver Williamson en 1989, titulado "Las instituciones económicas del capitalismo". En dicho estudio analiza el modo en el que se estructuran las empresas, sus límites y esquemas, tanto de administración como de gobierno. Williamson también desarrolla el rol que pueden llegar a cumplir las juntas directivas y lo combina con el análisis de los incentivos que se aplican tanto a los directivos como a los empleados. Este punto de vista es ampliado para incluir y analizar la relación entre las finanzas corporativas y el Gobierno Corporativo. En el libro “The Mechanism of Governance”, Williamson (1996) utiliza el análisis económico de los costos de transacción para explicar las características estructurales que distinguen los modos alternativos de gobierno (mercados, jerarquías-empresas), y cómo estas características pueden aplicarse para explicar los límites de poder de las formas genéricas alternativas de las organizaciones.

En general, se puede decir que La Nueva Economía Institucional, en la cual se puede enmarcar a Williamson, fue un terreno fértil para el análisis del GC, en la medida que permitió ampliar el marco de actuación de los agentes al entorno institucional, los costos de transacción (Coase 1937, 1960) y los derechos de propiedad (Demsetz, 1983).

Por otro lado, la teoría de contratos, parte de los desarrollos previos, en especial de la economía de la información, para establecer mecanismos para hacer frente a los problemas de asimetrías de la información. En este sentido, autores como Grossman, Hart y Holmstrom<sup>10</sup> intentaron dar respuesta a las asimetrías de información presentes en el problema de agencia, utilizando el contrato como un mecanismo de acuerdo entre los agentes. Al respecto existe una importante bibliografía que analiza desde los incentivos a la gerencia, los derechos de propiedad residuales, el riesgo moral, los derechos de voto, entre otros muchos temas que se encuentran en el centro de las prácticas de Gobierno Corporativo. Entre estos, se destaca el artículo de Hart (1995) "Corporate Governance: Some Theory and Implications" donde el autor establece un primer acercamiento al marco teórico sobre el Gobierno Corporativo para derivar de allí algunas implicaciones que pueden ser útiles como guía de política.

A la par del desarrollo de la teoría de contratos y de la Nueva Economía Institucional, autores como Hurwicz (Hurwicz, 1973, 1995; Hurwicz y Reiter, 2008), Myerson (Myerson, 1979, 1982, 1984) y Maskin (Maskin, 1977; Maskin y Riley, 1984; Maskin y Tirole, 1990, 1992) ayudaron al tratamiento del problema de agencia con el desarrollo de las herramientas formales del diseño de mecanismos y la implementación. Este acercamiento procura analizar los diferentes elementos y condiciones necesarias para que un mecanismo pueda llevar a situaciones socialmente óptimas, teniendo en cuenta las restricciones de incentivos e información que enfrentan tanto los agentes como un planeador central que quiera implementar un resultado de este tipo. Desde este enfoque, un mecanismo se entiende como la "forma de juego estratégico con consecuencias sobre el conjunto de resultados" (Villa y Manrique, 2003), es decir, por mecanismo se hace referencia al conjunto de acciones o estrategias que puede (o se le permite) hacer a cada agente que participa en un juego, y las consecuencias que se desprenden de cada una de sus acciones.

En la medida que las prácticas de GC pueden ser consideradas como mecanismos implementados con el fin de alinear los intereses de todos los agentes hacia un fin mayor, la teoría del diseño de mecanismos y la implementación constituye un paso importante para poder formalizar las relacio-

---

<sup>10</sup>Ver Grossman y Hart (1980, 1982, 1986, 1988), Hart y Holmstrom (1986), Hart y Moore (1990), Holmstrom, (1979, 1999), y Holmstrom y Tirole (1989).

nes de agencia. En este sentido, Williamson (1989) distingue la teoría del diseño de mecanismos como una continuación de la Teoría de la Agencia.

Con la consolidación de la globalización y la liberalización de los mercados a finales de los años 80, cobran mayor importancia los problemas de información y control de las corporaciones, en este contexto se dan algunos desarrollos en el campo de la financiación de las empresas (Titman, 1984) (Jensen, 1986) (Brander y Lewis, 1988). Los avances antes descritos allanaron el camino para que Jean Tirole aplicara estas herramientas al análisis del Gobierno Corporativo en el artículo -Corporate Governance- (Tirole, 1999 y 2001)<sup>11</sup> donde establece un marco base para analizar las diferentes relaciones y prácticas que se dan al interior de una firma (principalmente incentivos y monitoreo), considerando tanto las sociedades donde se privilegia el interés de los accionistas o como él lo llama *Valor de la Posición Accionaria - VPA* así como de las sociedades en donde se toma un enfoque más amplio y se consideran la posición de los grupos de interés o *Sociedad de Grupos de Interés - SGI*.

Posteriormente, en el libro "The Theory of Corporate Finance", Tirole (2006) explora con mayor profundidad estas consideraciones al aplicarlas en los procesos de financiación corporativa. En este libro se recoge las diferentes relaciones de agencia que se generan entre los outsiders (inversionistas, propietarios y prestamistas) y los insiders (emprendedores, administradores y prestatarios), considerando los diferentes problemas de asimetrías de información, selección adversa, información oculta y riesgo moral. A su vez, desarrolla el concepto de contratos financieros como el diseño de esquemas de incentivos para alinear los intereses de ambas partes.

## 2.4. El Concepto del Levantamiento del Velo Corporativo

Si bien las buenas prácticas de GC propenden por establecer mecanismos que garanticen *ex ante* la protección de los intereses de todas las partes que integran el accionar de las empresas, principal-

---

<sup>11</sup>Este artículo fue resultado del discurso dado por Tirole como presidente de la Sociedad Econométrica en 1998, el cual fue traducido y publicado en 1999 por la Revista Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú y publicado en inglés por la Revista Econométrica en 2001.

mente a través de procesos de monitoreo y revelación de información, en la práctica muchas veces no se establecen correctamente o no llegan a ser suficientes, por lo que se terminan generando acciones de fraude en las relaciones de agencia. Para ello, se pueden establecer mecanismos *ex post* que permitan alinear los intereses de los agentes, incitando un comportamiento adecuado.

En este sentido, uno de los mecanismos utilizados para hacer frente a los procesos de fraude al interior de una entidad y que se encuentra normatizado en el derecho comercial colombiano es la figura de la desestimación de la personalidad jurídica o “levantamiento del velo corporativo”. Pero, ¿en qué consiste esta figura? En situaciones normales para una sociedad anónima o de responsabilidad limitada existe una separación entre el patrimonio de la empresa y la de sus accionistas y/o administradores, de esta forma, estos responden hasta el monto que han invertido en la empresa más no con su patrimonio personal.

No obstante, en caso que la empresa haya sido usada para beneficio personal mediante actividades fraudulentas, se podrá levantar el velo corporativo, es decir, se eliminará esta restricción y los responsables entrarán a responder con su patrimonio personal a las personas afectadas por la empresa como consecuencia de sus actividades ilícitas. El objetivo de la aplicación de la teoría del levantamiento del velo corporativo es que, si la estructura formal de la persona jurídica se utiliza de una manera abusiva o fraudulenta, esta se pueda desestimar jurídicamente con el fin de que no prospere el abuso del derecho y los responsables se hagan solidarios ante las pérdidas que pudieran haber causado.

Es importante tener en cuenta, que la separación entre el patrimonio personal y el patrimonio empresarial cumple una labor fundamental en la reducción del riesgo que asume cada accionista al crear una empresa. De esta forma, dicha separación permitiría que se lleven a cabo inversiones que en condiciones normales no se llevarían a cabo si no existiera esta figura. Por lo anterior, el levantamiento del velo corporativo se da solamente bajo condiciones extraordinarias en las cuales se puede demostrar que la empresa (sus directivos o empleados) llevó a cabo acciones premeditadas para obtener un beneficio particular.

Es preciso establecer que no en todas las formas jurídicas que adoptan las organizaciones se encuentra establecida la separación entre las responsabilidades de la empresa y la de sus fundadores. En este sentido, si bien al establecerse una empresa se crea una persona jurídica diferente a la de sus socios, para las sociedades de personas (sociedades colectivas y en comandita) no se establece la barrera patrimonial y los socios responden de manera solidaria con las obligaciones de la sociedad<sup>12</sup>. De igual forma, para las sociedades de responsabilidad limitada, aunque exista una separación entre el capital de la empresa de la de sus socios, cuando es de carácter fiscal o laboral los socios deben ser solidarios frente a obligaciones de la misma. En todo caso, para las sociedades de tipo patrimonial (sociedades unipersonales, sociedades anónimas y sociedades anónimas simplificadas), que componen la gran mayoría de empresas en Colombia<sup>13</sup>, si existe una separación patrimonial del velo corporativo (Universidad del Rosario, 2010).

Aunque en el país el marco normativo no permite definir a priori las condiciones objetivas que den lugar al levantamiento del velo corporativo (Narváez, 2016), a nivel general se encuentra establecida formalmente la naturaleza del mismo. En este sentido, según lo establece el artículo 44 de la ley 190 de 1995:

Las autoridades judiciales podrán levantar el velo corporativo de las personas jurídicas cuando fuere necesario determinar el verdadero beneficiario de las actividades adelantadas por ésta.

De igual forma, se establece la desestimación de la personalidad jurídica en el artículo 42 de la ley 1258 de 2008<sup>14</sup>:

---

<sup>12</sup>Adicionalmente, en las sociedades de personas las sanciones pueden ser aplicadas a los socios que la conforman, por ejemplo, en cuanto a inhabilidades para contratar con el Estado.

<sup>13</sup>Según la Superintendencia de Sociedades cerca del 80 % de las empresas en Colombia son anónimas (SA. o SAS.) (Dinero, 2018).

<sup>14</sup>Si bien en la norma en cuestión se establece para las sociedades por acciones simplificadas, los demás tipos societarios se rigen por normas generales, las cuales permiten el allanamiento de la persona jurídica y deducir responsabilidad solidaria a accionistas y administradores por los daños causados, de conformidad con el artículo 2344 del Código Civil. (Universidad del Rosario, 2010, pág. 54).

Cuando se utilice la Sociedad por Acciones Simplificadas en fraude a la ley o en perjuicio de terceros, los accionistas y los administradores que hubieren realizado, participado o facilitado los actos defraudatorios, responderán solidariamente por las obligaciones nacidas de tales actos y por los perjuicios causados.

Y la responsabilidad de los accionistas que utilicen su poder de voto en detrimento de terceras partes, en el artículo 43 de la ley 1258 de 2008:

Los accionistas deberán ejercer el derecho de voto en el interés de la compañía. Se considerará abusivo el voto ejercido con el propósito de causar daño a la compañía o a otros accionistas o de obtener para sí o para una tercera ventaja injustificada, así como aquel voto del que pueda resultar un perjuicio para la compañía o para los otros accionistas. Quien abuse de sus derechos de accionista en las determinaciones adoptadas en la asamblea, responderá por los daños que ocasione, sin perjuicio que la Superintendencia de Sociedades pueda declarar la nulidad absoluta de la determinación adoptada, por la ilicitud del objeto.

La acción de nulidad absoluta y la de indemnización de perjuicios de la determinación respectiva podrán ejercerse tanto en los casos de abuso de mayoría, como en los de minoría y de paridad.

Adicionalmente, la legislación contempla diferentes elementos anexos que se encuentran dispersos en la normatividad comercial, tributaria y laboral, así como en sentencias de organismos como el Consejo de Estado, la Corte Constitucional y la Corte Suprema de Justicia<sup>15</sup>.

Por otro lado, si bien el levantamiento del velo corporativo se aplica solamente a los socios respecto de la persona jurídica que conforma la empresa. Existe una figura jurídica que se le asimila y que recae sobre las personas naturales que ostentan las funciones de administración<sup>16</sup> de la empresa cuando abusan de sus privilegios y es la de la responsabilidad solidaria<sup>17</sup>. Aunque, desde un punto de vista legal, existe una diferencia entre estas dos figuras, desde el punto de vista netamente

<sup>15</sup>Para un compendio de la normatividad aplicable ver Universidad del Rosario (2010, p. 407).

<sup>16</sup>Incluyendo representante legal, miembros de junta directiva, liquidador, entre otros.

<sup>17</sup>Esta figura se encuentra establecida en el artículo 24 de la Ley 222 de 1995 y el Artículo 82 de la ley 1116 de 2006.

económico, estas dos figuras pueden considerarse semejantes en la medida que establecen unas condiciones similares sobre los incentivos de los agentes.

En todo caso, tanto el levantamiento del velo corporativo como la responsabilidad solidaria surgen como una solución para los acreedores de una empresa ante la insolvencia de la misma, cuando los socios-administradores han abusado de la responsabilidad limitada. Es de notar, que la sola insolvencia de la empresa no implica su aplicación pues, más allá de hechos defraudatorios, existen circunstancias inherentes a la inestabilidad del mercado que llevan a las compañías a extinguirse económica y jurídicamente.

En la práctica, para que la medida del levantamiento del velo corporativo se aplique debe demostrarse que existe un acto defraudatorio, que es responsabilidad del agente demandado y que se está haciendo un uso indebido de la persona jurídica. Lo anterior implica que se debe establecer una alta carga probatoria por parte de los afectados lo cual hace que la figura sea de muy difícil aplicación (Universidad del Rosario, 2010).

## **2.5. Prácticas de Gobierno Corporativo y el Levantamiento del Velo Corporativo**

El Gobierno Corporativo surge como una serie de arreglos institucionales (conceptualizados como buenas prácticas) que dan origen a diferentes formas y prácticas al interior de las organizaciones. Estos mecanismos tratan de resolver el dilema que existe cuando no coinciden los intereses entre los actores de poder y además se presenta acceso diferenciado a la información en mercados imperfectos. De esta forma, se trata de alinear los intereses de todos los tomadores de decisión y grupos de interés a través de un sistema de pesos y contrapesos. Así, mediante la adopción de estructuras de poder balanceadas y de un conjunto de normas organizacionales e institucionales, se determinan los derechos y obligaciones de los actores de poder, empleados y grupos de interés, y se reducen los comportamientos oportunistas.

En este sentido, las buenas prácticas de Gobierno Corporativo establecidas a nivel internacional<sup>18</sup> promueven la revelación de información en diferentes niveles de la organización. Por una parte, el administrador debe responder por sus actuaciones ante la junta directiva, los entes de control<sup>19</sup> tanto internos como externos, así como a otros grupos de interés que cuente con derechos de control<sup>20</sup> como los acreedores. Por otra parte, la junta directiva y los entes de control reportan ante los accionistas y todos a su vez se encuentran supeditados a un marco institucional y normativo que regula el ejercicio de la actividad empresarial en un país (ver figura 2-1).

De igual forma, la estructura de gobierno conlleva actividades de control y seguimiento entre las diferentes partes que integran una organización, es aquí donde entran a jugar un papel importante mecanismos de monitoreo, tales como evaluaciones del desempeño o mecanismo de incentivo como pago de bonos por resultados, entre otras. Todas estas medidas, en todo caso, buscan sobrellevar los problemas de riesgo moral y selección adversa, debido a las asimetrías de información, que se dan al interior de las organizaciones y que serán analizadas en el acercamiento visto de la Teoría de la Agencia.

### **2.5.1. Levantamiento del Velo Corporativo desde el Gobierno Corporativo**

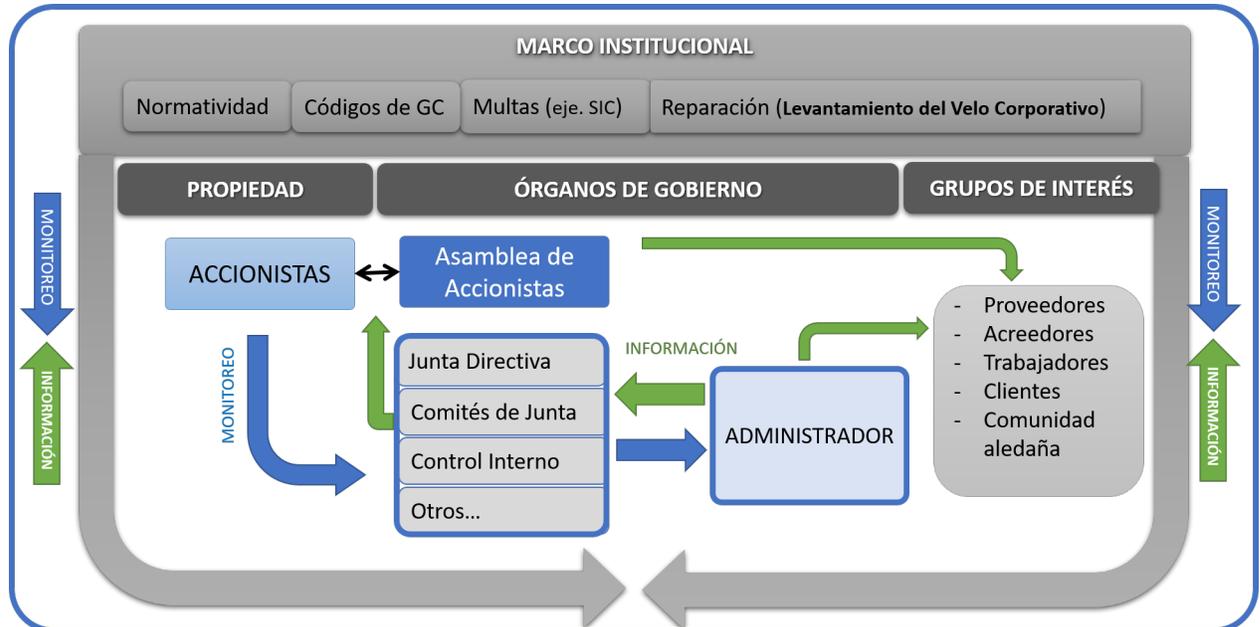
Aunque entre las prácticas de Gobierno Corporativo predominan los mecanismos de autorregulación, en los cuales las empresas se autoimponen ataduras para garantizar un desempeño transparente ante sí mismas y ante sus grupos de interés. También existen mecanismos de alineación de incen-

---

<sup>18</sup>De acuerdo con la OCDE, los mecanismos más importantes establecidos para lidiar con los problemas de agencia se concentran en: el establecimiento de oportunidades de acceso a la información y rendición de cuentas que garanticen la transparencia; la implementación de un marco legislativo y regulatorio; la estructuración de las responsabilidades de los órganos de gobierno - principalmente junta directiva y administración- así como el seguimiento al cumplimiento de las mismas (sistemas de evaluación e incentivo del desempeño), la protección de los derechos de propiedad y el trato equitativo a accionistas; y finalmente, el papel de los actores interesados en el ámbito del Gobierno Corporativo.

<sup>19</sup>Por entes de control en una empresa se entienden aquellos organismos encargados de velar por el cumplimiento de las responsabilidades de cada área de la empresa y de ciertos estándares establecidos para la misma.

<sup>20</sup>Por derechos de control se entiende la potestad de tomar decisiones importantes para la empresa como las de nombrar los administradores, llevar a cabo inversiones relevantes, definir la estrategia de crecimiento, entre otras.

**Figura 2-2.: Macro-estructura del Gobierno Corporativo**

Fuente: Elaboración propia

tivos establecidos desde el ámbito normativo. Estos, no obstante, se encuentran dirigidos en su mayoría para empresas que cotizan sus acciones en la bolsa de valores o para instituciones de carácter especial como las Administradores de Fondos de Pensiones (AFP). El levantamiento del velo corporativo, igualmente, hace parte de este grupo de mecanismos implementados en el marco regulatorio<sup>21</sup>.

De esta forma, entre las disposiciones de GC sugeridas por la OCDE (2016), se encuentran las encaminadas a fortalecer el marco institucional sobre el cual descansa la dinámica empresarial. Así mismo, el de establecer un marco legislativo, reglamentario e institucional sólido en el que los agentes del mercado puedan confiar cuando entablan relaciones contractuales privadas.

Como lo señala la OCDE en los Principios de Gobierno Corporativo: “Las autoridades dispon-

<sup>21</sup>El debate entre si las buenas prácticas de GC se deben implementar de manera voluntaria o se deben imponer vía regulación, es una discusión relevante y amplia, no obstante, desborda el alcance de la presente investigación. Sin embargo, un acercamiento inicial al tema se puede ver en el texto “Economics Aspects of Corporate Governance and Regulation” (Bruno y Claessens, 2010).

drán de potestades ejecutivas y sancionadoras eficaces para disuadir comportamientos deshonestos y favorecer prácticas de Gobierno Corporativo sólidas” (OCDE, 2016, pág. 16), Así mismo, se reivindica la protección de terceras partes al establecer que “cuando la ley ampare los derechos de los actores interesados, éstos tendrán la oportunidad de obtener una reparación eficaz en caso de que se hayan vulnerado” (OCDE, 2016, pág. 38). Lo anterior implica que, si bien se deben establecer mecanismos *ex ante* que propenden por establecer condiciones de transparencia y monitoreo, también se debe contar con mecanismos *ex post* de los acreedores sociales dentro de los que se encuentran los trabajadores, y en general todas aquellas acreencias que no cuenten con una garantía real dentro de la sociedad que avale su derecho.

Para ello, no solo se contempla la existencia de un sistema jurídico eficaz, sino que adicionalmente se consideran otras formas de jurisdicción, tales como “audiencias administrativas o procedimientos de arbitraje auspiciados por las autoridades reguladoras” (OCDE, 2016, p. 20). Estos se consideran un método eficaz para la resolución de disputas, al menos en una primera instancia, y que pueden resultar un instrumento práctico para obtener decisiones judiciales oportunas y, para facilitar la resolución rápida de conflictos. Siendo este precisamente uno de los aspectos identificados desde la NEI como un tipo de salvaguardas claves a la hora de establecer las relaciones contractuales.

Así mismo, es interesante observar como las diferentes prácticas de Gobierno Corporativo no solo se desarrollan buscando la alineación de los incentivos en una etapa previa al desarrollo de las actividades empresariales, sino que contempla la aplicación de medidas durante y con posteridad a las mismas. En este sentido, en el Anexo N° 1 se presentan algunas de las principales prácticas de gobierno según la etapa en la cual se aplica.

### **3. Incentivos: de los Problemas de Agencia a la Visión de la Nueva Economía Institucional**

El conjunto de prácticas que conforman el Gobierno Corporativo puede llegar a ser bastante amplio. Desde aspectos como la estructura de los órganos de gobierno, los mecanismos de monitoreo y control de la gerencia, la revelación de información a grupos de interés, o incluso la misma estructura normativa interna de la empresa (códigos de buen gobierno) o externa a ella (normativa societaria), entre otros muchos aspectos. El levantamiento del velo corporativo puede interpretarse como parte de la estructura regulatoria encaminada a fortalecer el marco institucional sobre el cual descansa la dinámica empresarial que sustenta las prácticas de Gobierno Corporativo.

En todo caso, dichas prácticas tienen en común que se establecen en un contexto en el cual existen incentivos para que los actores que intervienen en el funcionamiento de la empresa se comporten de manera oportunista o al menos no acorde a los objetivos de largo plazo de la empresa. La desalineación de incentivos, en este sentido, juega un papel importante para entender la existencia del concepto de Gobierno Corporativo visto desde el ámbito económico.

De igual forma, las prácticas de gobierno comparten el hecho de que se llevan a cabo al interior de una organización empresarial, donde para su funcionamiento se realizan acuerdos que se materializan a través de contratos. Estos contratos, no obstante, están sujetos a costos de transacción los cuales, a su vez, se encuentran delimitados en su alcance por la especificidad de los activos que

intervienen y por el tipo de actividades que desarrollan. De esta forma, la estructura de gobierno de una empresa, así como los mecanismos para salvaguardar los acuerdos, buscan responder a los propósitos de las partes minimizando los costos asociados al proceso contractual.

En general, visto desde el ámbito económico, el Gobierno Corporativo – y el levantamiento del velo corporativo – se puede analizar a partir de las herramientas de la Teoría de la Agencia (o del principal – agente), en la medida que permite evaluar el impacto de los incentivos en el comportamiento de los actores. De igual forma, el análisis se puede nutrir de un punto de vista analítico en el que se destaque el concepto de los costos de transacción, tal como lo plantea la Nueva Economía Institucional.

De esta forma, para que la fundamentación económica sea más clara, se presentan a continuación los conceptos básicos del acercamiento microeconómico del problema de agencia, así como del enfoque de los costos de transacción de la Nueva Economía Institucional. Posteriormente, se enmarca el mecanismo del levantamiento del velo corporativo dentro del andamiaje que conforma las diferentes prácticas de Gobierno Corporativo.

### **3.1. El Problema de Agencia Básico**

La relación de agencia es una de las herramientas del análisis económico que más aplicaciones ha tenido para comprender los procesos de delegación y, particularmente, para entender el funcionamiento de la empresa. Para empezar, una relación de agencia entre dos (o más) partes surge cuando una de ellas, designada como agente, actúa para, en nombre de, o como representante de la otra parte, designada como principal<sup>22</sup>. Esto requiere establecer un acuerdo entre las partes a través de un contrato ya sea este explícito o implícito.

El objetivo del contrato es que el agente realice una acción que beneficie al principal a cambio de algún tipo de contraprestación. En todo caso, las variables sobre las cuales se basa el contrato deben ser verificables, de tal forma que una tercera parte pueda garantizar el cumplimiento de los

---

<sup>22</sup>Traducción libre a partir de Ross (1973, p. 1).

acuerdos<sup>23</sup>. La capacidad de verificar las variables es fundamental, en la medida que la responsabilidad del agente es de medios, es decir de llevar a cabo la acción acordada, más no de los resultados finales que estas acciones conlleven<sup>24</sup>. Por su puesto, se espera que en la medida que el agente lleve a cabo las acciones determinadas en el contrato las probabilidades de obtener un resultado favorable sean altas, no obstante, los resultados dependerán de las condiciones del estado de la naturaleza que se suponen aleatorias<sup>25</sup>.

Por otro lado, normalmente se supone que el principal diseña el contrato y el agente decide si acepta o no. Tanto el principal como el agente pueden referirse a personas como a instituciones, organizaciones u otro órgano de decisión.

En un mundo ideal, en el cual la racionalidad del ser humano fuera ilimitada y la información perfecta<sup>26</sup>, si los intereses tanto del principal como del agente fueran los mismos, no existiría dificultad para llegar a un acuerdo y para que este se cumpliera plenamente. No obstante, lo normal es que en la práctica la información sea incompleta<sup>27</sup> o asimétrica<sup>28</sup> y los intereses de cada una de las partes difieran e incluso sean contradictorios, lo que lleva a conflictos de interés y comportamientos oportunistas. Particularmente, la existencia de asimetrías de información, en

---

<sup>23</sup>Es importante mencionar que, bajo este enfoque, se supone que una infracción o incumplimiento de los acuerdos es penalizado y ejecutado por un sistema judicial omnisciente.

<sup>24</sup>De esta forma, por ejemplo, en el contrato con un gerente se espera que este realice las gestiones necesarias para hacer crecer la empresa, no obstante, el resultado final dependerá de condiciones externas como la situación del mercado, la competencia, los gustos de los consumidores, entre otros. De igual forma, el contrato con un trabajador agrícola dependerá de las labores que este desarrolle en la plantación, pero el resultado final dependerá en gran medida de las condiciones meteorológicas a que se encuentre expuesto.

<sup>25</sup>Un modelo determinista y sin incertidumbre en el cual a cada acción le correspondiera un resultado final no tendría un interés a nivel analítico ni pragmático.

<sup>26</sup>Se define información perfecta cuando es completa y simétrica. En este caso los jugadores conocen exactamente, o pueden predecir sin error, lo que ocurrirá en la relación (Macho-Stadler y Pérez-Castrillo, 1994, p. 20).

<sup>27</sup>Se dice que la información es incompleta cuando los jugadores tienen incertidumbre sobre la verdadera situación en la que se encuentran, es decir, hay elementos aleatorios e inciertos (Macho-Stadler y Pérez-Castrillo, 1994, p. 20).

<sup>28</sup>Se dice que la información es simétrica cuando ambos jugadores (el principal y el agente) tienen la misma información en todos los momentos de la relación, y es asimétrica cuando uno de ellos conoce más que el otro (Macho-Stadler y Pérez-Castrillo, 1994, p. 20).

donde una de las partes – generalmente el agente – posee más información sobre las actividades que desarrolla en el contrato, es una de las barreras para que existan procesos de interacción exitosos generando distintos problemas de agencia que han sido conceptualizados en la literatura económica en tres tipos:

Selección adversa: se da cuando “el agente dispone de información privada antes del inicio de la relación” (Macho-Stadler y Pérez-Castrillo, 1994, p. 22). En este caso, si bien el principal puede verificar el comportamiento del agente durante la relación, no puede definir a priori que tipo de agente es o las características propias del mismo<sup>29</sup>.

Riesgo moral: se presenta cuando “la acción del agente no es verificable, o cuando el agente recibe información privada una vez iniciada la relación” (Macho-Stadler y Pérez-Castrillo, 1994, p. 21). Si bien al momento de establecer la relación ambos actores pueden tener la misma información, el hecho que el principal no pueda observar o verificar la acción desarrollada por el agente o su esfuerzo, hace que exista información asimétrica que puede ser utilizada a favor del agente en un comportamiento oportunista<sup>30</sup>.

Señalización: se presenta cuando una de las partes, puede ser el principal o el agente, cuenta con más información que el otro, pero está interesado en informarla de manera creíble a su contraparte. En el caso del agente, los diplomas para demostrar conocimiento o una calificación de riesgo para acceder a financiación, son mecanismos aceptados para señalar información de manera veraz. Cuando se trata del principal, en la medida que es quien diseña el contrato, las condiciones establecidas en este sirven de mecanismo de señalización<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup>El ejemplo clásico de este problema es el de un contrato de seguros donde el principal (aseguradora) no sabe antes de empezar la relación si el agente (asegurado) es cuidadoso o arriesgado.

<sup>30</sup>Una situación en la que se presenta riesgo moral puede verse en el caso de un vendedor (agente) quien es contratado por una empresa (principal). En este caso, la empresa no puede establecer si el vendedor realiza un esfuerzo razonable para realizar las ventas.

<sup>31</sup>Un ejemplo de este puede ser la garantía ofrecida por un producto en un contrato de compraventa. Entre mayor

Se puede pensar, en todo caso, que es posible un acuerdo entre los actores económicos en el que *ex ante* se establezcan las condiciones bajo las cuales se puedan alinear los intereses y la relación de agencia se pueda llevar a cabo. Son precisamente estas condiciones las que estudian acercamientos como la Teoría de la Agencia, la teoría del diseño de mecanismos y la teoría de contratos.

En este sentido, desde la teoría del diseño de mecanismos se plantea que se deben cumplir dos condiciones dadas por las restricciones de participación y de compatibilidad de incentivos. Con la restricción de participación se busca que sea de interés para el agente participar en la relación, para ello se plantea que debe ser igual o más rentable para él hacerlo, teniendo en cuenta una alternativa diferente a la relación de agencia (utilidad de reserva). La restricción de compatibilidad de incentivos, por otra parte, garantiza que para el agente le resulte beneficioso llevar a cabo un esfuerzo alto en la ejecución de las actividades lo cual redundará en beneficio del principal.

## 3.2. Problemas de Agencia en las Empresas

Ahora bien, las dinámicas de poder y los incentivos que se encuentran implícitos en el funcionamiento de las corporaciones modernas, conllevan la generación de múltiples problemas de agencia. El conflicto de interés, que introdujo Berle y Means en 1932, entre los accionistas de una empresa con propiedad dispersa y el administrador de la misma, donde este último (actuando como el agente) tiene incentivos para privilegiar sus intereses a costa del bienestar del principal, constituye uno de los primeros problemas de agencia asociados al Gobierno Corporativo.

No obstante, los problemas de agencia en las empresas no se agotan con este dilema. La alineación de incentivos entre los distintos actores que interactúan en una organización es un fenómeno complejo que conlleva otros conflictos de interés. Por ejemplo, en una organización en la cual el principal es el mismo gerente o agente (particularidad recurrente en las pequeñas empresas o en empresas de familia) o en las cuales se presenta un accionista de control, los problemas de agencia desbordan el planteamiento inicial e incorporan nuevos elementos en la configuración de la organización

---

garantía ofrezca el vendedor por el bien ofertado, más seguridad puede tener el comprador que la calidad del bien es alta.

de las compañías. En las estructuras de propiedad en las cuales no existe una amplia dispersión de accionistas y en cambio se presentan accionistas mayoritarios o controlantes<sup>32</sup>, típicas de las economías emergentes como la de Colombia<sup>33</sup>, el problema de agencia inicialmente planteado no tiene un impacto importante. No obstante, se suele presentar otro tipo de conflicto caracterizado por el aprovechamiento del poder que tienen los accionistas mayoritarios en la extracción de valor con fines privados a costa de los accionistas sin control e incluso a costa de la viabilidad en el largo plazo de la misma compañía.

En este sentido es que se presentan casos en los cuales, por ejemplo, el accionista mayoritario presiona para que la administración tome una decisión de inversión que beneficia su interés<sup>34</sup> pero que puede acarrear mayores costos para la compañía y, por ende, sobre el valor de la misma y sobre todos los demás accionistas. De esta forma, el accionista mayoritario obtiene un beneficio privado a un costo mínimo, dado que este es asumido por todos los accionistas.

Finalmente, otro problema de agencia lo constituye la diferencia que puede llegar a generarse entre los intereses de la compañía y la de los grupos de interés que le rodean. En este sentido, se reconoce actualmente la importancia de actores que, si bien no participan de la propiedad o la administración de la compañía, son fundamentales para la operatividad de la misma y para el cumplimiento de su objeto social<sup>35</sup>.

Sobre este aspecto, vale la pena mencionar que las corrientes económicas tradicionales han adop-

---

<sup>32</sup>Es decir, accionistas que ejercen el control en la toma de decisiones estratégicas de la compañía pese a no contar con la mayoría accionarial.

<sup>33</sup>Al no estar profundizado el mercado bursátil en Colombia, la propiedad de acciones en manos del público en general es baja y la propiedad se concentra en pocas manos. Un estudio en 2016 mostraba que apenas el 0,2 por ciento de los accionistas tiene el 80 por ciento del capital bursátil.

<sup>34</sup>Por ejemplo, para ampliar la empresa comprar un terreno que es propiedad de él o de un familiar a precios superiores al del mercado.

<sup>35</sup>Algunos ejemplos de ello se pueden encontrar en los proveedores o acreedores de una empresa, que si bien son externos cuentan con intereses particulares y pueden impactar el funcionamiento de la empresa en el largo plazo. Igualmente, en el caso de empresas públicas la población beneficiaria de los servicios que presta (clientes) es fundamental para el adecuado cumplimiento de su objeto social.

tado una visión en la cual se privilegia la idea que el único objetivo que tienen las empresas es el de la maximización de las ganancias, dado que consideran que los grupos de interés (empleados, clientes, acreedores, etc.) están protegidos por contratos y por la regulación (Tirole, 1999, p. 13). Desde este acercamiento, la separación que hay entre los grupos de interés de los espacios donde se toman las decisiones de la empresa, funciona porque existen mecanismos que los protegen de los efectos de la toma de decisiones, tales como salarios fijos, mecanismos de salida (inversores), mercados de deuda, entre otros.

De esta forma, el Estado debería intervenir solo en los casos en los cuales las decisiones de la administración conllevan externalidades sobre los grupos de interés “naturales” es decir, que tienen una relación innata con la empresa: empleados, clientes, proveedores, las comunidades donde se ubica la planta de la empresa, aquellos potencialmente afectados por su contaminación, entre otros y una solución contractual envuelve altos costos de transacción y asimetrías de información (impuestos ambientales, anti monopolio, regulación prudencial y de industrias conexas) (Tirole, 1999).

Una visión alternativa reciente en el ámbito del Gobierno Corporativo, conocida como de la sociedad de grupos de interés (SGI), intenta comprender las relaciones de agencia (y las externalidades) que se forman entre la empresa y todos aquellos agentes que afectan o se ven afectados por el funcionamiento de la organización<sup>36</sup>.

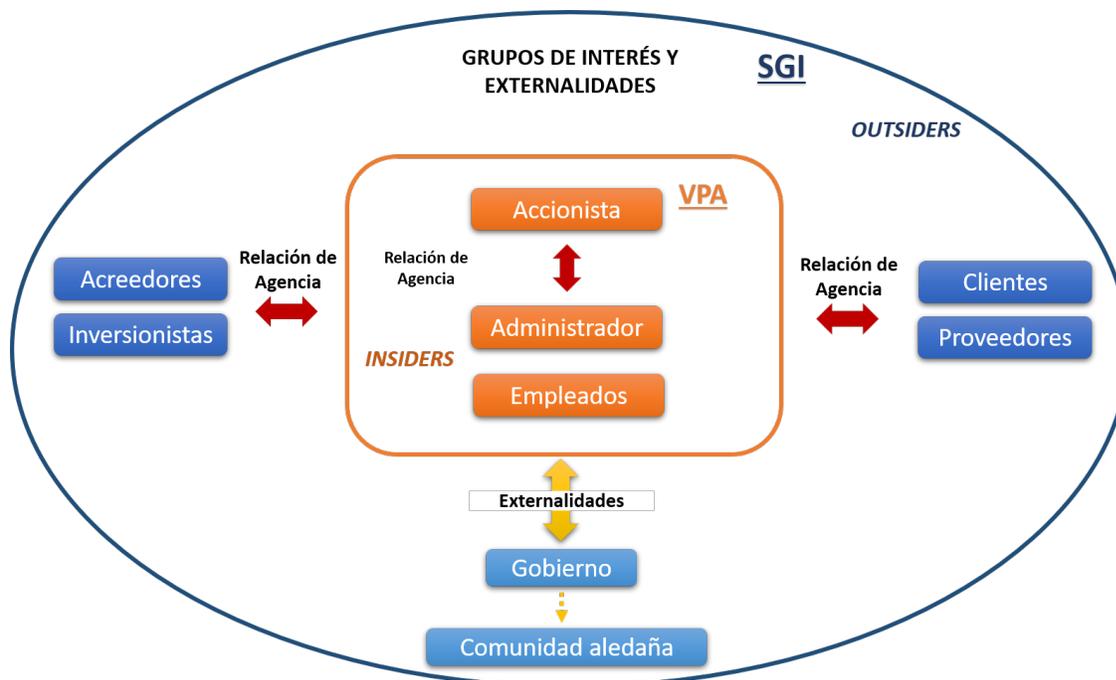
De esta forma, no se enfoca solamente en la relación existente entre el accionista y el administrador (ver figura 3-1), o incluso entre estos y otros miembros internos de la empresa como lo pueden ser los empleados (insiders), sino que considera como parte integrante del Gobierno Corporativo de una empresa a los múltiples actores externos (outsiders) que toman parte en su funcionamiento entre los cuales se puede considerar, por ejemplo, los acreedores, clientes, entre otros. En todo caso, es importante aclarar que en la relación de agencia se espera la existencia de una transacción

---

<sup>36</sup>Esta preocupación estaba presente desde Williamson cuando menciona como diversos autores manifestaban la necesidad de que los empleados tuvieran parte en los órganos de gobierno (Williamson, 1998, p. 303). Este modelo, si bien no es normalmente visto en las principales economías occidentales si constituye una característica del modelo de Gobierno Corporativo de las empresas alemanas.

o contrato de mercado, mientras que en presencia de solo externalidades no se esperaría más que el contrato social que une a las partes.

**Figura 3-1.:** Grupos de Interés y Relaciones de Agencia



Fuente: Elaboración propia

El acercamiento matemático formal al enfoque de los grupos de interés, no obstante, plantea serias dificultades técnicas que hacen que, como menciona Tirole, exista muy poco análisis formal de la economía de la SGI (Tirole,1999)<sup>37</sup>. No obstante, Tirole logra a partir del aparato conceptual de la microeconomía establecer unas consideraciones interesantes sobre las implicaciones que tiene aplicar distintos mecanismos de GC sobre las empresas.

Sobre este aspecto, Tirole parte de un modelo básico en el que describe un problema de agencia entre un empresario (agente) y un inversionista (principal), para mostrar como diferentes condiciones de

<sup>37</sup>El problema matemático consiste en que al considerar la utilidad otros grupos de interés. Por un lado, se hace difícil su medición y, por otro lado, requiere que se consideren modelos multipropósito donde se maximice ya no solo un parámetro, como lo es el beneficio de la empresa o la utilidad del agente, sino que también el de las otras partes. Al respecto, los trabajos de Holmstrom y Milgrom (1991) con modelos principal-agente multitarea se vislumbran como un terreno fértil para abordar este problema.

la relación afectan los incentivos y la viabilidad del proyecto. En este sentido, analiza aspectos tales como los estímulos a la gerencia a través de mecanismos explícitos (compensaciones) o implícitos (reputación, temor a la pérdida del empleo); la implementación de actividades de monitoreo a las actividades de la administración (a través de monitores activos o pasivos); o la asignación de los derechos de control<sup>38</sup>, entre otros mecanismos relacionados.

### **3.3. Más Allá de los Incentivos: la Visión de la Nueva Economía Institucional**

Si bien el acercamiento dado por la Teoría de la Agencia a los problemas que se gestan en las organizaciones, permite contar con un modelo analítico de los incentivos que enfrentan los diferentes actores, facilitando establecer y medir las relaciones que se dan entre distintas variables, su alcance se ve limitado al análisis que matemáticamente se puede incorporar al modelo. Por su parte, la metodología utilizada por la Nueva Economía Institucional (NEI) permite incorporar elementos que en la práctica del devenir económico son relevantes, como lo son las instituciones y la existencia de costos de transacción. De igual forma, como lo menciona Williamson (1989), la literatura del principal-agente “destaca en grado superlativo la alineación de intereses *ex ante*” (p.38), es decir, se centra en las condiciones contractuales previas al comienzo de la relación y deja de lado, o considera como eficaces, aspectos institucionales *ex post* que determinan el funcionamiento de la relación en la práctica. En este sentido, por ejemplo, desde esta perspectiva se supone la existencia de un ordenamiento jurídico eficaz que permitiría, en caso de ser necesario, dar solución a los controversias e incumplimientos que se generaran en el desarrollo de la relación de agencia.

Por su parte, el enfoque de los costos de transacción (que recoge la NEI) sostiene que es imposible

---

<sup>38</sup>Tirole (2006) muestra como los derechos de control que tiene los administradores en la práctica pueden disminuir cuando los resultados financieros son bajos y se enfrenta a un monitoreo más amplio por parte de los accionistas o de los grupos de interés (acreedores, empleados). Así mismo, muestra que los derechos de control deben asignarse a los accionistas cuyos incentivos están menos alineados con los intereses de la gerencia cuando el desempeño de la empresa es pobre. Grossman y Hart (1986) por su parte muestran que, en la relación entre mercado y empresa, los derechos de propiedad específicos y los residuales juegan un papel decisivo.

concentrar toda la acción de negociación pertinente en la etapa de contratación *ex ante*, por tanto, cobran importancia las instituciones del ordenamiento privado, así como las condiciones de racionalidad de los agentes<sup>39</sup>. De esta forma, si bien la NEI considera que la alineación de incentivos *ex ante* son importantes para la relación de agencia, la economía del costo de transacción “agrega a la propiedad y el alineamiento de los incentivos la proposición de que las instituciones de apoyo del contrato *ex post* son importantes” (Williamson, 1989 p. 39), prestando una mayor atención a la etapa de ejecución del contrato y considerando el marco jurídico como insuficiente, por lo que es necesario establecer instituciones de orden privado, flexibles y adaptativas que permitan solucionar conflictos entre las partes.

La economía del costo de transacción plantea la cuestión de la organización económica como un problema de contratación. De esta forma, una tarea puede organizarse en varias formas alternativas y a cada una de ellas se asocia un mecanismo explícito o implícito de contrato. Para utilizar el mecanismo de contrato se debe tener en cuenta costos de transacción asociados, estos pueden ser *ex ante* (negociación, redacción y salvaguardia de un acuerdo) y *ex post* (renegociación<sup>40</sup>, arbitraje y aseguramiento de los compromisos).

Es claro que el supuesto de que las disputas contractuales se solucionan fácilmente y que los tribunales las aplican de manera informada, refinada y a bajo costo puede no ser cierto, y menos en países como Colombia donde los índices de impunidad son muy altos<sup>41</sup>. En todo caso, la naturaleza compleja de los acuerdos hace que sean incompletos, por ello, algunos contratos solo

---

<sup>39</sup>Como se había anotado anteriormente, desde la Teoría de la Agencia se supone una racionalidad ilimitada de los agentes, lo que les permite contar con una capacidad de cálculo tanto de todas sus opciones como las de los demás actores. Desde la NEI se explora la existencia de racionalidad limitada, como lo estableció Herbert Simon, en el sentido que las decisiones tomadas por los agentes no son óptimas (o no maximizan la utilidad) debido a falencias cognitivas para procesar toda la información recibida y los costos asociados de hacerlo.

<sup>40</sup>Costos de adaptación ante desajustes en la aplicación del contrato debido a cambios en el contexto.

<sup>41</sup>En 2019 Colombia se ubicaba entre los diez países con mayor impunidad entre 69 países medidos en el ranking del Índice Global de Impunidad. De igual forma, el ranking del Rule of Law Index, que evalúa a los distintos países del mundo dependiendo de la calidad de su sistema judicial y sus instituciones, ubica a Colombia en el grupo con menores calificaciones.

podrán celebrarse cuando ambas partes tengan confianza en el sistema procesal o se establezcan mecanismos de salvaguarda que permitan subsanar estas falencias. De esta forma, desde la NEI el proceso contractual parte de los esfuerzos de selección *ex ante*, pero no se queda allí, sino que continua con la creación y aplicación de salvaguardas *ex post*.

Para Williamson, estas salvaguardas pueden adoptar diferentes formas: en primer lugar, pueden ser mecanismos de realineamiento de los incentivos, los cuales comúnmente pueden involucrar algún tipo de indemnización o penalidad por terminación prematura; la segunda, envuelve estructuras de gobierno especializadas o mecanismos de resolución de conflictos alternativos en lugar del sistema judicial normal; y en tercer lugar, el uso de modos no standard de contratación para demostrar compromisos creíbles y señalar la intención de continuar la relación<sup>42</sup> (Dutto y Gallacher, 2011).

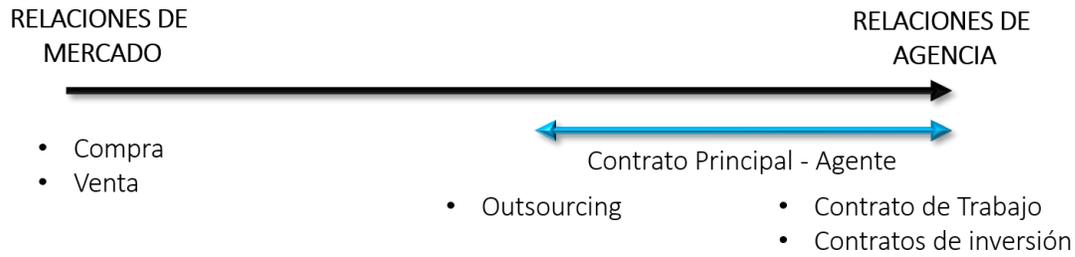
Es interesante ver que el primer y el tercer tipo de salvaguardas (penalidades y modos no estándar de contratación) pueden ser ampliamente analizados a través de los modelos principal - agente, mientras que el segundo (mecanismos de resolución de conflictos alternativos) se escapa del ámbito posible de análisis. Este último caso plantea la existencia de instituciones de carácter privado que permitan llevar a cabo actividades de arbitraje para encontrar soluciones acordadas de forma unánime entre las partes. Para Williamson esta solución puede ser más adecuada en muchos casos en la medida que resulta más rápida que acudir al sistema judicial y se puede implementar mientras se llevan a cabo las actividades del contrato. Adicionalmente, presenta ventajas frente a la aplicación de normas generales del sistema judicial al ser las partes con información las que intervienen en el proceso de conciliación.

Es importante tener en cuenta que el análisis que se hace desde la NEI abarca un amplio campo de relaciones contractuales, que van desde aquellas que implican las transacciones corrientes de mercado hasta aquellas más complejas donde se encuentran las relaciones de agencia típicas del modelo principal - agente que analiza la Teoría de la Agencia, como aquellas de contrato de trabajo o de inversión (figura 3-2).

---

<sup>42</sup>Un ejemplo de este tipo de contratos puede ser los contratos tipo “llave en mano” que se utiliza en la construcción de obras civiles y públicas o la inclusión de garantías de terceros, tal como las pólizas de cumplimiento.

**Figura 3-2.:** Alcance de las Relaciones Contractuales en la NEI



Fuente: Elaboración propia

De esta forma, no toda relación contractual requiere establecer algún tipo de salvaguarda, el gobierno de dichas relaciones depende en gran medida de la recurrencia y de la especificidad de los bienes o servicios que se encuentran inmersos en el proceso. Así, una relación contractual que sea recurrente en el tiempo y que involucra bienes o servicios no estandarizados (y que no pueden ser ampliamente ofrecidos por el mercado) requiere de mecanismos de administración, mientras que las relaciones típicas de intercambio de mercado, es decir, de bienes o servicios comunes, de bajo valor y de uso frecuente, no requerirían más que lo establecido en la dinámica comercial normal.

Finalmente, y a manera de conclusión se puede ver que un análisis teórico del Gobierno Corporativo, desde el ámbito económico, implica considerar las relaciones de agencia que se presentan entre los diferentes actores que intervienen en su funcionamiento, así como también de las instituciones que permiten que estas relaciones se lleven a cabo. Los acercamientos de la Teoría de la Agencia y de la Nueva Economía Institucional permiten contar con herramientas que, pese a ser diferentes en su metodología, más deductivo - matemática en el caso de la Teoría de la Agencia y más dialéctico - inductiva en el caso de la Nueva Economía Institucional, resultan ser complementarias.

## 4. Análisis Aplicado: Levantamiento del Velo Corporativo

Los desarrollos de autores como Williamson y Tirole, permitieron contar con un acercamiento formal a diferentes mecanismos de Gobierno Corporativo tales como el monitoreo, asignación de los derechos de control, incentivos económicos, entre muchos otros. No obstante, no fue posible encontrar un análisis del papel que puede cumplir un mecanismo *ex post* como el levantamiento del velo corporativo.

Después de hacer un recorrido por la concepción del GC en las diferentes corrientes de pensamiento económico, a continuación, se pretende desarrollar una aproximación formal del levantamiento del velo corporativo como un mecanismo de protección a los derechos de propiedad asociados al GC. Para este ejercicio se toma como referencia las herramientas del análisis económico utilizadas por Williamson (Williamson, 1989) y Tirole (Tirole, 1999).

En este sentido, a partir de un modelo de agencia base planteado por Tirole se varían los supuestos para incorporar la no existencia de la responsabilidad limitada. Posteriormente, a partir de los resultados, se contrasta con un análisis a partir del enfoque de los costos de transacción que plantea Williamson.

### 4.1. Análisis Desde la Teoría de la Agencia

Para analizar los efectos que puede tener la existencia de la responsabilidad limitada y su eventual desestimación como consecuencia del levantamiento del velo corporativo, se presentará, en primer

lugar, un modelo base que plantea Tirole donde se incluye entre los supuestos la existencia de responsabilidad limitada. Posteriormente, se analizarán las implicaciones generales que puede tener la no existencia de la responsabilidad limitada en la viabilidad de un proyecto. Finalmente, se entrará a analizar un escenario donde, existiendo la responsabilidad limitada, ante un eventual “mal” comportamiento por parte del agente, se puede llevar a cabo el levantamiento del velo corporativo que lo cobija.

#### 4.1.1. El Modelo Base

Un primer acercamiento al modelamiento de este mecanismo, se puede hacer partiendo de uno de los modelos de principal – agente utilizado por Tirole (1999), como base para analizar la restricción crediticia. Si bien este modelo se encuentra enfocado en las condiciones bajo las cuales un proyecto puede ser objeto de financiación, contiene los elementos básicos que permiten examinar (variando parte de los supuestos) los efectos que puede tener la responsabilidad limitada y un eventual levantamiento del velo corporativo.

En el modelo planteado por Tirole (1999, p.15) se considera un proyecto (firma) que tiene un costo total **I**. En este modelo participan: un empresario (agente), neutral al riesgo, que aporta un monto **A** con  $A < I$  y administra el proyecto; y un inversionista o acreedor (principal) con un aporte por el valor faltante de **I-A**.

Como en todo problema de agencia en el cual el esfuerzo no es verificable, se presenta un problema de riesgo moral. El agente puede comportarse “bien” o “mal” caso en el cual obtendría un beneficio privado **B**, pero reduciría las probabilidades de éxito del proyecto<sup>43</sup>:

$$\text{Probabilidad de éxito} = \begin{cases} P_H \rightarrow \text{si el agente se comporta bien} \\ P_L < P_H \rightarrow \text{si el agente se comporta mal} \end{cases}$$

Adicionalmente, para simplificar se presume la existencia de responsabilidad limitada, es decir, el

<sup>43</sup>Las probabilidades están definidas entre 0 y 1, así como el complemento, la probabilidad de fracaso.

proyecto genera un ingreso verificable que en caso de éxito con probabilidad  $p$  es  $R > 0$  o en caso contrario no genera ningún ingreso, pero tampoco puede ser negativo<sup>44</sup> y por tanto  $R = 0$ . De tal modo que adopta la forma:

$$\text{Ingreso Final} = \begin{cases} R \rightarrow p \\ 0 \rightarrow (1 - p) \end{cases}$$

La secuencia del problema de agencia puede ser resumido en el siguiente diagrama (ver figura 4-1).

**Figura 4-1.:** Secuencia del Modelo Base



Fuente: tomado de Tirole (1999, p. 15).

Para que el proyecto se lleve a cabo es necesario (más no suficiente) que el Valor Presente Neto (VPN)<sup>45</sup> del proyecto sea positivo, es decir:

$$VPN = P_H R - I > 0 \quad (4-1)$$

Adicionalmente, se supondrá que el proyecto debe ser financiado sólo si el contrato con los inversionistas induce al empresario a comportarse bien. Es decir, que se cumpla la restricción de compatibilidad de incentivos. Para ello es necesario que el resultado final para el agente, cuando existe un “mal” comportamiento, sea menor al que recibiría si se comporta “bien”, es decir:

$$P_L R - I + B < 0$$

<sup>44</sup>El que no pueda ser negativo plantea el hecho que no cubre las pérdidas con su patrimonio personal.

<sup>45</sup>Para simplificar se asume que las partes no descuentan el futuro, por lo que no se calculan tasas de descuento intertemporal.

En la medida que el comportamiento del Agente no es observable directamente, se presenta un problema de riesgo moral. Asumiendo neutralidad al riesgo en el Agente, este preferirá un pago de 0 en el caso de fracaso y alguna compensación  $\omega$ , en el caso de éxito. En este sentido, un mecanismo utilizado para inducir el buen comportamiento es el de un pago o salario. De esta forma, la condición quedará de la siguiente manera:

$$(P_H - P_L)\omega \geq B \quad (4-2)$$

Por tanto:

$$\omega \geq \frac{B}{(P_H - P_L)}$$

Teniendo en cuenta el pago al Agente, el inversor no recibirá  $R$ , sino que tendrá que descontar del “ingreso prometido” (*pledgeable income*) el valor de  $\omega$ . Este ingreso, en todo caso, debe ser mayor a la inversión realizada por el principal para que sea financiable<sup>46</sup>:

$$P_H(R - \omega) \geq I - A$$

Finalmente, reemplazando  $\omega$  obtenemos la siguiente condición:

$$P_H \left( R - \frac{B}{(P_H - P_L)} \right) \geq I - A \quad (4-3)$$

#### 4.1.2. Modelo Sin Responsabilidad Limitada

Un primer acercamiento a las condiciones que plantea la responsabilidad limitada pasa por analizar la situación en la cual no existe una separación entre el patrimonio de la empresa y la de sus accionistas y/o administradores. Este es el caso, por ejemplo, de las sociedades de personas (sociedades colectivas y en comandita). Para ello se sustituirán parte de los supuestos planteados por Tirole en el modelo base antes visto.

Bajo este escenario, un relajamiento de las condiciones iniciales planteadas en el proyecto parte de eliminar el supuesto de responsabilidad limitada de tal forma que, como resultado final, es posible

<sup>46</sup>De manera equivalente, este resultado se puede deducir de la condición para el agente de que el ingreso esperado sea mayor o igual al monto invertido  $A$  y de una VPN positiva.

que tanto el administrador como los accionistas entren a pagar las pérdidas con su patrimonio personal (S). De esta forma, considerando un buen comportamiento, el ingreso final sería:

$$\text{Ingreso Final} = \begin{cases} R \rightarrow p \\ -S \rightarrow (1 - p) \end{cases}$$

Y el ingreso final esperado:

$$P_H R + (1 - P_H)(-S) = P_H R - (1 - P_H)S$$

Bajo esta nueva condición, para que ahora el proyecto sea rentable y se lleve a cabo se debe cumplir que:

$$VPN = P_H R - (1 - P_H)S - I > 0 \quad (4-4)$$

Para que esto se dé, la restricción de compatibilidad de incentivos<sup>47</sup> hace necesario que:

$$P_L R - (1 - P_L)S - I + B < 0 \quad (4-5)$$

Una primera conclusión que se puede extraer de la ecuación 4-4 es que la eliminación del supuesto de responsabilidad limitada, plantea una exigencia adicional al proyecto y hace más difícil que el proyecto tenga una VPN positiva. Es de esperarse que al comprometer el patrimonio personal se lleven a cabo menos proyectos que cuando no se tiene esa posibilidad de pérdida. En todo caso, esto aplicaría para los inversionistas, un acreedor no se vería afectado por esta condición.

Una segunda conclusión, partiendo de la ecuación 4-5, es que, sin la existencia de responsabilidad limitada, la restricción de compatibilidad de incentivos se cumple más fácilmente, es decir, se hace más difícil que sea rentable comportarse “mal”. Las consideraciones anteriores plantean un *trade-off* entre los beneficios de una menor posibilidad de fraude que plantea la existencia de la responsabilidad limitada y las limitaciones que plantea para que proyectos con una rentabilidad menor se puedan llevar a cabo, considerando las pérdidas potenciales sobre el patrimonio personal.

<sup>47</sup>Dejando de lado el costo del proyecto I, estas dos ecuaciones plantean que el resultado en el caso de un buen comportamiento es mayor al resultado en caso de mal comportamiento:  $P_H R - (1 - P_H)S > P_L R - (1 - P_L)S + B$

Por otro lado, teniendo en cuenta el signo de las variables en las dos ecuaciones anteriores, se puede ver que entre más alto sea el patrimonio de los involucrados más difícilmente se cumplirá con la condición que hace viable el proyecto, o en caso contrario, si no cuentan con un patrimonio personal las condiciones se ajustan a las de responsabilidad limitada. Así mismo, entre más alta sea la probabilidad de éxito, ya sea portándose “bien” o portándose “mal”, el monto de patrimonio personal importará menos para que se cumplan las condiciones propuestas.

Ahora bien, este es un primer acercamiento que se puede extender (como lo hace Tirole) para incorporar un pago por éxito al agente y la posibilidad de llevar a cabo un proceso de levantamiento del velo corporativo.

### 4.1.3. Modelo Con Levantamiento del Velo Corporativo

Antes de entrar en materia, es importante considerar, en primer lugar, los diferentes participantes que intervienen en el proceso, es decir, la parte que actúa como principal y la que actúa como agente. Como se mencionó anteriormente, el mecanismo del levantamiento del velo corporativo se aplica cuando, amparados en la figura de la persona jurídica se llevan a cabo actos de fraude buscando no responder por los daños causado. En este sentido, es claro que quien ejerce la labor de agente es quien lleva a cabo dichas acciones en virtud de la delegación que le ha hecho el principal. Uno de los escenarios donde esto puede darse es cuando los accionistas utilizan la figura societaria para extraer recursos de terceras partes (*outsiders*), como lo pueden ser los acreedores, los inversionistas<sup>48</sup> o incluso los mismos clientes. Así mismo, las relaciones de agencia susceptibles de la aplicación del levantamiento del velo corporativo, pueden incluir otros escenarios donde se abuse de los derechos de control diferenciales existentes entre actores internos de la firma (*insiders*) (ver tabla 4-1).

Por otro lado, si bien el administrador o gerente de una empresa, puede no estar sujeto de la figura

---

<sup>48</sup>Si bien un inversionista puede ser alguien que posee acciones de una compañía, para efectos del presente trabajo se diferencia del accionista, en la medida que el inversionista solamente busca un rendimiento de las acciones adquiridas y no participa activamente en la gestión de la misma. En este sentido, se asimila al acreedor en la medida que dispone unos recursos a la empresa.

**Tabla 4-1.:** Principal – Agente Bajo Diferentes Escenarios

<b>Principal</b>	<b>Agente</b>	<b>Descripción de la Relación</b>
Acreeedores o Inversionistas	Accionistas	Una empresa que requiere financiación puede obtenerla a través de préstamo o del aporte de un inversionista. En este caso, la empresa (bajo el mandato de los socios) es quien reciben y gestionan los recursos que entrega el principal para su encargo. En el caso de los acreedores, si bien cuentan con un contrato que establece las condiciones de pago, no pueden verificar las acciones de la empresa, la cual en virtud de las asimetrías de información pueden generar procesos de insolvencia para no pagar las acreencias.
Clientes	Accionistas	En condiciones particulares los clientes pueden llegar a fungir como el principal en una relación de agencia. Puede considerarse, por ejemplo, una empresa de corretaje de valores, en la cual los clientes de la firma confían unos recursos para su gestión y esta, a su vez, puede utilizar o intentar apropiarse de estos recursos en su propio beneficio, lo cual a priori no puede ser verificado por el cliente.
Accionistas Minoritarios	Accionistas Mayoritarios	Cuando existen accionistas mayoritarios estos pueden llegar a contar con derechos de control más amplios que los accionistas minoritarios, los cuales pueden utilizar para conseguir beneficios privados a costa de las inversiones realizadas por los demás.

Fuente: Elaboración propia

del levantamiento del velo corporativo, dado que el administrador no cuenta con recursos en la empresa que estén protegidos por la responsabilidad limitada. En virtud de la figura de responsabilidad solidaria que se les aplica, sus recursos personales si se encuentran sujetos a un allanamiento por parte de las autoridades cuando utilizan los derechos de control que tienen en la empresa para su propio beneficio. Es decir, actos de fraude que lleve a cabo el administrador amparado en la persona jurídica de la empresa y que afecten tanto a los accionistas (a través de la pérdida de valor de la empresa) u otros grupos de interesados (acreedores, inversionistas, etc.) podrían ser subsanados con el patrimonio personal del administrador. De esta forma, vistos desde el ámbito de incentivos estas dos figuras son asimilables y podrían aplicarse las mismas conclusiones a cada una.

Ahora bien, partiendo del modelo base de Tirole, para el caso del levantamiento del velo corporativo se supone una figura jurídica donde exista la responsabilidad limitada. De igual forma, en la medida que el mecanismo recaería en el agente, si bien los pagos asociados al proyecto se mantienen inalterados<sup>49</sup>, los pagos asociados al agente si cambian si se logra demostrar un fraude. Para incorporar el hecho que puede que no se aplique el levantamiento del velo pese a un mal comportamiento, se introduce la probabilidad  $q$  que variaría entre 0 y 1 de acuerdo a la calidad de las instituciones judiciales, tomando valores altos cuando existe un sistema jurídico eficaz. De esta forma, el pago esperado para el agente, en caso de mal comportamiento, sería el beneficio privado menos el patrimonio por la probabilidad  $q$  de que se aplique el levantamiento del velo corporativo, y  $B$  en caso contrario, por tanto:

$$(B - S) + B(1 - q) = B - Sq$$

Y la estructura de pagos del agente será:

**Tabla 4-2.:** Estructura de Pagos - Modelo con Levantamiento del Velo Corporativo

	Buen Comportamiento	Mal Comportamiento
Éxito del Proyecto	$\omega$	$\omega + B - Sq$
Fracaso del Proyecto	0	$B - Sq$

<sup>49</sup>Es decir, se mantienen en:  $\begin{cases} R \rightarrow p \\ 0 \rightarrow (1 - p) \end{cases}$

La restricción de compatibilidad de incentivos en este sentido quedará como:

$$\begin{aligned}\omega P_H + 0(1 - P_H) &\geq (\omega + B - Sq)P_L + (B - Sq)(1 - P_L) \\ \omega(P_H - P_L) &\geq B - Sq\end{aligned}\tag{4-6}$$

Por tanto  $\omega$ :

$$\omega \geq \frac{B - Sq}{(P_H - P_L)}$$

Y el ingreso prometido al principal vendrá dado por:

$$P_H(R - \omega) \geq I - A$$

Reemplazando  $\omega$  finalmente tendremos:

$$P_H \left( R - \frac{B - Sq}{(P_H - P_L)} \right) \geq I - A\tag{4-7}$$

Si adicionalmente se supone un mercado competitivo de capitales, la restricción se cumple como igualdad y podemos obtener las siguientes conclusiones:

- El ingreso bruto esperado del proyecto se divide entre el retorno del valor aportado por el inversionista y el ingreso esperado del empresario.

$$P_H R = (I - A) + P_H \omega$$

- Lo anterior implica que, bajo las condiciones establecidas de competencia y aversión al riesgo, el empresario recibe una ganancia neta igual al VPN del proyecto.

$$P_H R - I = P_H \omega - A$$

- En este sentido, en la medida que se cumpla con un VPN positivo entonces se verifica la restricción de participación del agente y se comprueba que  $P_H \omega > A$ .
- No obstante, un VPN positivo no garantiza la financiación del proyecto. Este dependerá positivamente de los valores del retorno, las probabilidades de éxito y del patrimonio expuesto teniendo en cuenta la probabilidad de levantamiento del velo corporativo. Por su parte, entre más alto sea el beneficio privado, más difícilmente será positiva la VPN (ver ecuación 4-7).

- Si se compara con los resultados del modelo base (ecuación 4-3), se observa que la principal diferencia radica en que el pago que realiza el principal al agente para inducir un buen comportamiento ( $\omega$ ), ahora incluye el término  $Sq$ .

$$\omega = \frac{B - Sq}{(P_H - P_L)}$$

- Lo anterior implica que, entre más alto sea el patrimonio susceptible de ser afectado por el levantamiento del velo corporativo, menor será el salario que tendrá que pagar el principal para garantizar el buen comportamiento del agente.
- De igual forma, un mejoramiento de las condiciones institucionales del sistema judicial que aumente la probabilidad de aplicación del velo corporativo ( $q$ ) tendría los mismos resultados y haría más fácil que se cumplan con las condiciones para que sea financiable el proyecto.

## 4.2. Análisis Desde la Nueva Economía Institucional - NEI

En el análisis llevado a cabo a partir de la Teoría de la Agencia, se puede observar que la inclusión de la responsabilidad limitada y el levantamiento del velo corporativo en el modelo permiten alinear más fácilmente los incentivos del agente con los del principal. No obstante, lo anterior se podría presentar en la medida que existan las condiciones institucionales que permitan que sea probable el levantamiento del velo corporativo<sup>50</sup>. Esta posibilidad no depende de las cláusulas que se establezcan en el contrato que se genere entre el principal y el agente, sino que viene dado por las características del sistema normativo y judicial en el cual se desenvuelve la relación contractual, así como de la capacidad que se tenga para probar la existencia de fraude. De este modo, desde la Teoría de la Agencia estos aspectos escapan a su análisis, no obstante, desde el marco conceptual que plantea la NEI, es posible establecer un acercamiento que permita entender este ámbito de manera más clara.

Desde el punto de vista de la Nueva Economía Institucional, Williamson (1989) parte del enfoque contractual de los costos de transacción y plantea la cuestión de la organización económica como

<sup>50</sup>Medido a través de la probabilidad  $q$

un problema de contratación, donde a cada forma alternativa de organización se asocia un mecanismo explícito o implícito de contrato, así como un costo por llevarlo a cabo. Es precisamente la existencia de costos de transacción lo que hace que no en todos los casos sea pertinente establecer mecanismos contractuales de gobernanza.

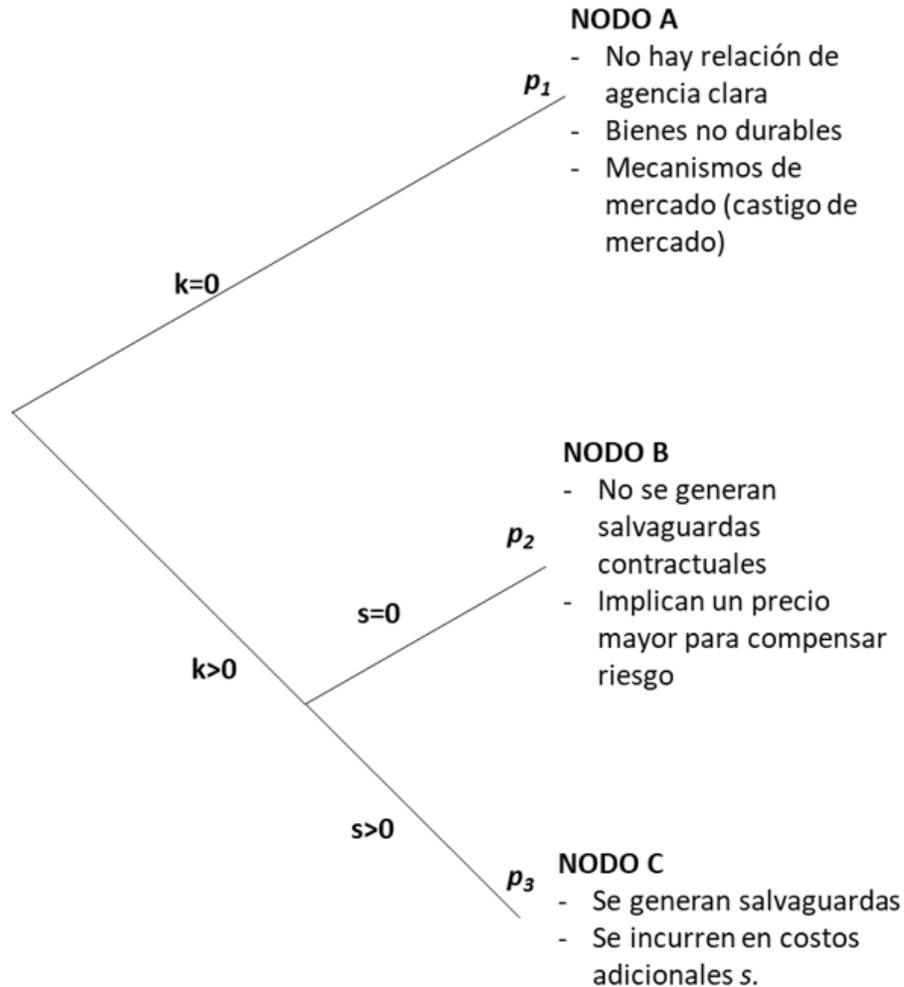
Para mostrar cómo funciona la salida contractual Williamson (1989, pp. 42-45) plantea un esquema básico de contratación, en el cual parte de establecer la provisión de un bien o servicio que puede realizarse a través de dos escenarios, según las características tecnologías y de recursos que se requiere para llevarse a cabo.

En un primer escenario se establecen las relaciones que implican tecnologías de propósito general, que puedan ser provistas de manera amplia por el mercado y que no conlleven activos específicos<sup>51</sup>. Un segundo escenario plantea tecnologías de propósito especial, de difícil provisión por el mercado y con activos específicos. Este último escenario, si bien requiere mayor inversión en activos específicos a la transacción, es más eficiente para satisfacer una demanda estable. Empleando  $k$  como una medida de la especificidad de los activos, se puede identificar a las transacciones cuya tecnología es de aplicación general con  $k=0$ , y a las de propósito específico como  $k>0$  (ver figura 4-2).

Los activos específicos se encuentran especializados en satisfacer las necesidades particulares de las partes, y su valor productivo se vería disminuido si las transacciones de este tipo fueran prematuramente terminadas. En tanto que para las transacciones del tipo  $k=0$  se hace suficiente la contratación clásica de mercado, por tanto, cuando se realizan inversiones significativas en activos específicos, estos corren peligro si no se diseña una estructura de gobernanza adecuada. En consecuencia, las partes tienen un incentivo para diseñar y establecer salvaguardas que protejan las inversiones. Siendo  $s$  una medida de la magnitud de dichas salvaguardas, una situación donde  $s=0$

---

<sup>51</sup>Se considera que un activo es específico cuando su uso y valor depende de la identidad de las personas que la están transando. Por ejemplo, un gerente cuyas capacidades dependan del conocimiento sobre el sector y la empresa en la que labora, difícilmente podrá cobrar lo mismo en una empresa de un sector diferente. Así mismo, por ejemplo, un lote ubicado en una zona específica puede tener un valor diferente para una empresa que le reporte una externalidad positiva que a una empresa en la que no le beneficie tal externalidad.

**Figura 4-2.:** Esquema Básico Contractual NEI

Fuente: Elaboración propia con base en Williamson (1985, p. 43)

es aquella donde éstas no existen, mientras que una decisión de incorporarlas se refleja como  $s>0$ . Cada uno de los nodos finales tiene asociado un precio  $p$ .

De esta forma, en el nodo A se representan las transacciones que utilizan tecnología de aplicación general ( $k=0$ ) para la cual se proyecta un precio de equilibrio  $p_1$ . En el nodo B se aquellas con activos específicos ( $k>0$ ) para el cual no se prevé ninguna salvaguarda ( $s=0$ ), y el precio de equilibrio es  $p_2$ . Finalmente, en el nodo C aquellas que también utilizan tecnología específica, pero en la medida que el contratante ofrece al contratista una salvaguarda ( $s>0$ ), el precio de equilibrio  $p_3$

resulta menor al establecido en el nodo B. Bajo este esquema contractual se encuentra el supuesto que el contratista realiza la inversión en activos específicos, y es quien sufriría la disminución de valor de los activos, si la relación fuera prematuramente terminada. El precio en el nodo B (sin salvaguardas) es mayor al del nodo C (con salvaguardas) en la medida que incorpora las posibles pérdidas por una renegociación del contrato por parte del contratante.

El modelo plantado por Williamson permite ilustrar un amplio espectro de transacciones, no obstante, aquellas que es relevante analizar son las que se ubican en los nodos B y C<sup>52</sup>, particularmente donde se establecen salvaguardas. En este sentido, las prácticas de buen Gobierno Corporativo se configuran como un tipo de salvaguardas que se implementan para permitir el correcto funcionamiento de las empresas.

Ahora bien, en una primera instancia podría interpretarse el levantamiento del velo corporativo, desde este enfoque, como una salvaguarda que se ha gestado a través de los años en el derecho comercial para proteger los procesos contractuales y garantizar el cumplimiento de los mismos. En la práctica, no obstante, hace parte del marco jurídico en el cual se desarrollan las transacciones y no se encuentra establecido como un parámetro que se defina dentro de los contratos, por lo tanto, no se consideraría como una salvaguarda contractual. Es decir, en la actualidad la posibilidad de desestimar la persona jurídica en casos de fraude es un mecanismo que se da por sentado y no un elemento que se negocia en un contrato como una salvaguarda.

Bajo el esquema contractual de la NEI se podrían analizar otras opciones de salvaguarda que sirvan de alternativa en el caso de una ausencia de un marco jurídico eficaz que permitiera la aplicación del levantamiento del velo corporativo. En este sentido, entre las opciones analizadas por Williamson se encuentra establecer estructuras de gobierno especializadas, tal como la participación de los diferentes grupos de interés en la junta directiva.

Tomando en cuenta el ejemplo del acreedor o inversionista (ver **4-1**), al hacer parte de la junta

---

<sup>52</sup>En el nodo A se sitúan las transacciones que pueden ser fácilmente administradas a través de los mecanismos de mercado.

directiva, este contaría con derechos de control e información de primera mano que le permitiría disminuir el riesgo de fraude por parte del administrador o propietarios de la empresa deudora (nodo C), no haciendo necesario llegar a instancias como el levantamiento del velo corporativo. Esta solución, no obstante, se aplicaría solo en casos en los cuales el monto de la inversión o préstamo fuese alto y no existieran activos lo suficientemente grandes que la respaldaran<sup>53</sup>. Por otra parte, si no se establecieran estas salvaguardas, probablemente las condiciones del préstamo implicarían una mayor tasa de interés o una inversión requeriría una mayor tasa de retorno esperada para que se llevara a cabo (nodo B).

Adicional a la estrategia centrada en la estructura de gobierno, se pueden establecer como una alternativa modos no standard de contratación. En este sentido, en el caso de los acreedores, otra posible salvaguarda es establecer *debt covenants* o acuerdos de deuda en los créditos corporativos. Esta figura consiste en la inclusión de cláusulas en un contrato de préstamo que obligan al deudor a realizar una acción (*positive covenants*<sup>54</sup>) o que restringen la posibilidad de llevar alguna acción o desmejorar algún indicador financiero (*negative covenants*<sup>55</sup>). Estas condiciones buscan no solo limitar el riesgo que asume la empresa, sino también garantizar las condiciones de repago de la deuda.

En el caso de los inversionistas (especialmente los inversionistas institucionales) al negociar las condiciones de la inversión, además de los términos iniciales (como puede ser el precio de entrada) o los derechos de control durante el periodo en que se mantenga la inversión<sup>56</sup>, también pueden establecer los distintos escenarios de salida. En este sentido, las instituciones financieras de desarrollo, por ejemplo, salen de sus inversiones de capital directas por medio de tres mecanismos básicos: venta estratégica, oferta pública y recompra (BID, 2017).

---

<sup>53</sup>En caso contrario se estaría ubicado en el Nodo A, donde las condiciones de mercado serían suficientes para resolver el problema.

<sup>54</sup>Una medida típica de “acuerdo positivo” es la de llevar a cabo una auditoría financiera independiente anual.

<sup>55</sup>Por ejemplo, no sobrepasar cierto nivel de endeudamiento, o no repartir dividendos por encima de un porcentaje establecido.

<sup>56</sup>Como, por ejemplo, nombramiento de directores, derechos de veto, oportunidades de negocios o derechos de información, entre otros.

Las anteriores medidas hacen parte de las buenas prácticas usuales de Gobierno Corporativo que implican herramientas *ex ante* del proceso contractual. Adicionalmente, a nivel *ex post* también se pueden establecer medidas distintas al levantamiento del velo corporativo como lo son los mecanismos alternativos de solución de conflictos. En este sentido, ante la ausencia de instituciones judiciales públicas que resuelvan eficazmente las diferencias y los posibles fraudes, las partes pueden acordar establecer la participación de instituciones de ordenamiento privado. En Colombia, por ejemplo, los centros de arbitraje y conciliación son una alternativa utilizada para dirimir de manera ágil diferencias en temas societarios y comerciales, así como procesos de insolvencia.

Por otro lado, en otros casos diferentes al de los acreedores/inversionistas, por ejemplo, en el caso de los clientes considerados como el principal de la relación, mecanismos como la participación en la junta de los grupos de interés se hace improcedente<sup>57</sup>. En su lugar, Williamson propone como mecanismo *ex ante* la participación de miembros independientes en la junta directiva o, de manera *ex post*, la creación de instituciones que defiendan al consumidor. En Colombia, esa labor es cumplida por entidades como la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de Industria y Comercio.

Finalmente, es interesante ver como las distintas opciones disponibles que permite ver el análisis hecho a través de la NEI, amplían el panorama expuesto desde el análisis de los incentivos y los modelos de la Teoría de la Agencia, creando un panorama más completo de la responsabilidad limitada y el levantamiento del velo corporativo.

---

<sup>57</sup>Para Williamson es improcedente en la medida que la representatividad de un miembro para todo el segmento de clientes es difícil de alcanzar (Williamson, p. 311).

## 5. Conclusiones

Como resultado del presente proceso de investigación se tienen las siguientes conclusiones generales:

- La revisión de los diferentes fundamentos económicos que sustentan el concepto de Gobierno Corporativo y sus prácticas asociadas, permiten ver como detrás de la evolución del concepto se encuentran implícitas las distintas corrientes que han abordado el tema de la empresa. Entre estas, se destacan la Teoría de la Agencia y la Nueva Economía Institucional.

En este sentido, los acercamientos desde dichas corrientes de pensamiento económico permiten contar con herramientas complementarias, aunque sean diferentes en su metodología: más deductivo - matemática en el caso de la primera y más dialéctico - inductiva en el caso de la segunda. El estudio hecho a través de la Nueva Economía Institucional, amplía la perspectiva desde el análisis de los incentivos y los modelos de la Teoría de la Agencia, creando un panorama más completo de la responsabilidad limitada y el levantamiento del velo corporativo.

- El modelo de principal – agente utilizado para el análisis desde la Teoría de la Agencia, permite concluir que la existencia de la responsabilidad limitada, presente en la estructura de la forma jurídica más utilizada en Colombia (como lo es la Sociedad Anónima), se justifica en la medida que limita las pérdidas asociadas al fracaso o quiebra de la firma en escenarios donde no se presenta fraude.

De esta forma, al flexibilizar los supuestos del modelo desarrollado por Tirole para evaluar la financiación de un proyecto, se observa que la no existencia de la responsabilidad limitada, hace más difícil que el proyecto tenga un retorno neto esperado positivo. Esto en la medida

que al comprometer el patrimonio personal en un proyecto para un inversionista se hace más riesgosa su financiación y, por ende, se hace más difícil que se lleve a cabo.

- Por otro lado, en casos donde se presente fraude, la posibilidad de aplicar el levantamiento del velo corporativo configura una medida que permite alinear los intereses entre los empresarios/administradores de una firma y los proveedores del capital de la misma, reduciendo tanto el riesgo asociado a la inversión y a su vez disminuyendo la compensación dada al empresario necesaria para incentivar su buen comportamiento.
- En escenarios en donde no se cuenta con un marco jurídico institucional fuerte, como el colombiano, el levantamiento del velo corporativo pierde capacidad como mecanismo de alineación de incentivos.

Bajo el contexto de la presente investigación, se podría esperar entonces que las partes establezcan otro tipo de medidas adicionales que permitan subsanar estas falencias, tal como salvaguardas *ex ante* al proceso contractual, por ejemplo, acuerdos de deuda con acreedores o mecanismos de salida; y herramientas *ex post* como sistemas alternativos de solución de conflictos a través de instituciones de ordenamiento privado. Mientras que en escenarios donde exista una institucionalidad jurídica robusta, se espera que mecanismos como el levantamiento del velo corporativo promueva la alineación de incentivos y haga innecesario la utilización de salvaguardas adicionales.

Finalmente, el análisis realizado en el presente trabajo de investigación es un primer acercamiento que se puede extender para incorporar a los modelos desarrollados otros elementos que permitan contar con un mayor detalle, tal como diferentes actitudes frente al riesgo por parte de los agentes, elementos de monitoreo o procesos de compensación variable. Así mismo, también se pueden establecer ejercicios de contrastación empírica de los resultados encontrados.

# Bibliografía

Aguero, J. O. (2009). Gobierno Corporativo: Una Aproximación Al Estado Del Debate. Recuperado el 31 de marzo de 2017, de *Revista Científica "Visión de Futuro"* website: [www.redalyc.org/articulo.oa?id=357935472001](http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=357935472001).

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 488–500.

Arévalo, A. U., & Requena, R. (2013). Considerations of the stakeholder approach. *Punto de Vista*, 4(7), 8.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.

BID. (2017). *Estudio comparativo de las inversiones de capital de instituciones financieras de desarrollo*. BID. <https://publications.iadb.org/es/publicacion/17239/estudio-comparativo-de-las-inversiones-de-capital-de-instituciones-financieras-de>

Bruno, A., & Claessens, S. (2010). Economics Aspects of Corporate Governance and Regulation. En H. K. Baker & R. Anderson (Eds.), *Corporate Governance* (pp. 599–619). John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781118258439.ch30>

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. [doi.org/10.1111/j.1468-](https://doi.org/10.1111/j.1468-)

---

0335.1937.tb00002.x

Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, 3, 1–44.

Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Ed.). (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London.

Cuevas, H. (2008). *La empresa y los empresarios en la teoría económica* (Núm. 002996). Recuperado de Universidad Externado de Colombia website: [ideas.repec.org/p/col/000139/002996.html](http://ideas.repec.org/p/col/000139/002996.html)

Dahl, R. A. (1970). “Power to the workers?”, *New York Review of Books*, 19 de noviembre, pp. 20-24.

Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375–390.

Dinero. (2018). *En Colombia, 5 de cada 10 empresas son S.A.S.* Crece el número de empresas constituidas como SAS en Colombia. <http://www.dinero.com/empresas/confidencias-online/articulo/crece-el-numero-de-empresas-constituidas-como-sas-en-colombia/263773>

Dutto G. M., & Gallacher, M. (2011). Especificidad de Activos y Relaciones Contractuales: Análisis de un Caso de Construcción de Obra (Asset Specificity and Contractual Relationships: Analysis of a Case of Construction Work). *Revista de economía y estadística*, 49(1), 33-49.

Eells, R. (1956). The rationale of Corporate Philantropy. *Vital speeches of the day*, 216-219

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. SSRN Electronic Journal.

- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–64. <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives* (pp. 107–140) [NBER Chapters]. Recuperado de National Bureau of Economic Research, Inc website: <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/4434.html>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719. [doi.org/10.1086/261404](https://doi.org/10.1086/261404)
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 175–202. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678–689. <https://doi.org/10.2307/2235027>
- Hart, O. (2014). Una perspectiva económica sobre la teoría de la empresa. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (46), 1–13.
- Hart, O., & Holmstrom, B. (1986). *The Theory of Contracts* (Working paper Núm. 418). Recuperado de Massachusetts Institute of Technology (MIT), Department of Economics website: <http://econpapers.repec.org/paper/mitworpap/418.htm>
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158. <https://doi.org/10.1086/261729>
- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91. <https://doi.org/10.2307/3003320>

- Holmstrom, B. (1999). Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 169–182. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00083>
- Hurwicz, L. (1973). The Design of Mechanisms for Resource Allocation. *The American Economic Review*, 63(2), 1–30.
- Hurwicz, L. (1995). What is the Coase Theorem? *Japan and the World Economy*, 7(1), 49–74. [https://doi.org/10.1016/0922-1425\(94\)00038-U](https://doi.org/10.1016/0922-1425(94)00038-U)
- Hurwicz, L., & Reiter, S. (2008). *Designing Economic Mechanisms* (Edición: 1). Cambridge: Cambridge University Press.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [//doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Maskin, E. (1977). Nash equilibrium and welfare optimality. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 23–38.
- Maskin, E., & Riley, J. (1984). Monopoly with Incomplete Information. *The RAND Journal of Economics*, 15(2), 171. <https://doi.org/10.2307/2555674>
- Maskin, E., & Tirole, J. (1990). The Principal-Agent Relationship with an Informed Principal: The Case of Private Values. *Econometrica*, 58(2), 379. <https://doi.org/10.2307/2938208>

- Maskin, E., & Tirole, J. (1992). The Principal-Agent Relationship with an Informed Principal, II: Common Values. *Econometrica*, 60(1), 1. <https://doi.org/10.2307/2951674>
- Mizruchi, M. S. (2004). Berle and Means revisited: The governance and power of large US corporations. *Theory and Society*, 33(5), 579–617.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Myerson, R. B. (1979). Incentive Compatibility and the Bargaining Problem. *Econometrica*, 47(1), 61–73. <https://doi.org/10.2307/1912346>
- Myerson, R. B. (1982). Optimal coordination mechanisms in generalized principal–agent problems. *Journal of Mathematical Economics*, 10(1), 67–81. [https://doi.org/10.1016/0304-4068\(82\)90006-4](https://doi.org/10.1016/0304-4068(82)90006-4)
- Myerson, R. B. (1984). Two-Person Bargaining Problems with Incomplete Information. *Econometrica*, 52(2), 461–487. <https://doi.org/10.2307/1911499>
- OECD. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Recuperado de [www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf](http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf)
- OCDE. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Organization for Economic Cooperation & Development. <https://doi.org/10.1787/9789264259171-es>

- Ostrom, E. (1997). *El gobierno de los bienes comunes*. México, D.F: Fondo De Cultura Economica USA.
- Portalanza, A. (2013). Gobierno corporativo una aproximación teórica. *Saber, ciencia y libertad*, 8(1), 117–124.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63(2), 134–139.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Smith, A. (2012). *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones* (Decimoctava).
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The quarterly journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Stiglitz, J. (1985). Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), 133–152.
- Tirole, J. (1999). El Gobierno Corporativo. *Revista Economía*, 22(44), 9–60. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00177>
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, N.J: Princeton University Press.

- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90035-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90035-7)
- Todd, A. (2010). Corporate Governance Best Practices. En H. K. Baker & R. Anderson (Eds.), *Corporate Governance* (pp. 57–78). <https://doi.org/10.1002/9781118258439.ch4>
- Villa, E., & Manrique, O. (2003). *Teoría de la implementación y diseño de mecanismos*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Williamson, O. E. (1989). *Las Instituciones económicas del capitalismo*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Williamson, O. E. (1996). *The Mechanisms of Governance*. Oxford, New York: Oxford University Press.

**A. Anexo N° 1: Prácticas de Gobierno  
Corporativo por Etapa de Aplicación**

<b>PRÁCTICAS DE GC EX ANTE</b>	<b>PRÁCTICAS DE GC EX POST</b>
<b>REVELACIÓN DE INFORMACIÓN</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Revelación de conflictos de interés (participación en juntas directivas de otras empresas, empleos previos, etc.) por parte del gerente, accionistas mayoritarios, así como de agentes decisores de voto (inversores institucionales, calificadoras de riesgo, entre otros).</li> <li>- Venta de acciones por encima de un porcentaje definido.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Revelación de información financiera detallada.</li> <li>- Contratos con partes interesadas (autocontratación accionistas mayoritarios).</li> <li>- Mecanismos de denuncia anónima.</li> </ul>
<b>MARCO LEGISLATIVO, REGLAMENTARIO E INSTITUCIONAL</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Códigos de Gobierno (autorregulación).</li> <li>- Normativa para las empresas que cotizan en bolsa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sanciones (multas de la SIC por colusión).</li> <li>- Levantamiento del velo corporativo.</li> </ul>
<b>DERECHOS DE PROPIEDAD Y TRATO EQUITATIVO DE ACCIONISTAS</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Derechos de voto.</li> <li>- Aprobación de reglamentos / estatutos.</li> <li>- Aprobación de nuevas acciones.</li> <li>- Elección de los órganos de administración.</li> <li>- Venta de la entidad (venta significativa de acciones).</li> <li>- Información previa toma de decisiones por parte de accionistas.</li> <li>- Aseguramiento del mercado de fusiones y adquisiciones.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Participación de las ganancias.</li> <li>- Mecanismos de protección ante colusión de accionistas.</li> </ul>
<b>PARTES INTERESADAS</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Participación de trabajadores en los órganos de gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reparación de partes interesadas cuando fueren vulnerados sus derechos.</li> <li>- El marco del Gobierno Corporativo se complementará con una normativa eficaz y eficiente sobre insolvencia, así como con una ejecución efectiva de los derechos de los acreedores.</li> </ul>
<b>ÓRGANOS DE DIRECCIÓN - JUNTA DIRECTIVA</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Participación de miembros independientes en la Junta Directiva.</li> <li>- Mecanismos de compensación de la gerencia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mecanismos de compensación de la gerencia.</li> </ul>