



Revista de Derecho Privado

E-ISSN: 1909-7794

mv.pena235@uniandes.edu.co

Universidad de Los Andes

Colombia

Peña Ramírez, María Victoria
Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles
Revista de Derecho Privado, núm. 54, julio-diciembre, 2015, pp. 1-49
Universidad de Los Andes
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360043572003>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto



GOBIERNO CORPORATIVO, OPORTUNISMO Y ABUSO DEL DERECHO EN SOCIEDADES MERCANTILES

MARÍA VICTORIA PEÑA RAMÍREZ

Artículo de investigación científica y tecnológica

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.54.2015.02>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Rev. derecho priv. No. 54

julio - diciembre de 2015. ISSN 1909-7794

Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles

Resumen

El presente artículo de investigación pretende abordar la expresión de conductas oportunistas o abusivas en sociedades comerciales, y relacionarlas con tres tendencias de gobierno corporativo representativas: la tendencia al juicio estatal, la tendencia al juicio comercial y la tendencia a la autoejecución. Estas tendencias, como se verá, tienen un elemento determinador: intervención del Estado, dinámica del mercado o mecanismo privado de autorregulación. La metodología empleada parte de la interpretación, sistematización y caracterización de la información contenida en la legislación, jurisprudencia y doctrina comparada en la materia. Una vez estudiada la figura del abuso del derecho en países de tradición romano germánica —como España— y anglosajona —como Estados Unidos—, se estudiará lo que ocurre en el contexto societario colombiano. Como resultado de todo lo anterior, se verá que las formas particulares de abuso u oportunismo dependen y, a su vez, determinan las fórmulas de gobierno corporativo que se adoptan, las cuales, a su turno, tienen distintos retos según la cultura existente en la región, el sistema de incentivos, el grado de desarrollo del mercado de capitales, la predominancia de sociedades de capital disperso o concentrado, entre otros.

Palabras clave: abuso del derecho, abuso de mayoría, abuso de minoría, abuso de paridad, gobierno corporativo, voto, problemas de agencia, oportunismo, sociedades, capital disperso, capital concentrado, mercado de capitales, conflictos de interés, asociado controlante, deberes fiduciarios, *unocal, business judgment, entire fairness, self-enforcing*.

Corporate governance, opportunism, and the abuse of rights in corporations

Abstract

This research paper aims to address the expression of opportunistic or abusive conduct in corporations and relate them to three representative tendencies in corporate governance: the tendency to use state courts, the tendency to use business judgment and the tendency of self-execution. These tendencies, as will be seen, have a certain element of state intervention, market dynamics or private self-regulatory mechanisms. The methodology used is that of interpretation, systematization and characterization of the information contained in legislation, jurisprudence and comparative doctrines on the matter. Once having examined the abuse of rights in countries of the Roman-Germanic tradition, such as Spain, and those of the Anglo-Saxon tradition, such as the United States, the piece will study what happens in the Colombian corporate context. As a result, this piece will demonstrate that the particular forms of abuse or opportunism depend on and, in turn, determine the formulas of corporate governance adopted, which, in turn, have different challenges according to the existing culture in the region, the system of incentives, the degree of capital market development, the predominance of dispersed or concentrated capital corporations, among others.

Keywords: abuse of law, abuse of the majority, abuse of the minority, abuse of equality, corporate governance, voting, agency problems, opportunism, companies, dispersed capital, concentrated capital, capital market, conflicts of interest, parent company, fiduciary duties, Unocal, business judgment, entire fairness, self-enforcing.

Governo corporativo, oportunismo e abuso do direito em sociedades mercantis

Resumo

O presente artigo de investigação pretende abordar a expressão de condutas oportunistas ou abusivas em sociedades comerciais, e relacioná-las com três tendências de governo corporativo representativas: a tendência ao juízo estatal, a tendência ao juízo comercial e a tendência à auto execução. Estas tendências, como será visto, têm um elemento determinador: intervenção do Estado, dinâmica do mercado ou mecanismo privado de autorregulação. A metodologia empregada parte da interpretação, sistematização e caracterização da informação contida na legislação, jurisprudência e doutrina comparada na matéria. Uma vez estudada a figura do abuso do direito em países de tradição romana germânica, como a Espanha, e anglo-saxã, como os Estados Unidos, será estudado o que ocorre no contexto societário colombiano. Como resultado de todo o anterior, será visto que as formas particulares de abuso ou oportunismo dependem e, a sua vez, determinam as fórmulas de governo corporativo que se adotam, as quais, a sua vez, têm distintos desafios segundo a cultura existente na região, o sistema de incentivos, o grau de desenvolvimento do mercado de capitais, a predominância de sociedades de capital disperso ou concentrado, entre outros.

Palavras-chave: abuso do direito, abuso de maioria, abuso de minoria, abuso de paridade, governo corporativo, voto, problemas de agência, oportunismo, sociedades, capital disperso, capital concentrado, mercado de capitais, conflitos de interesse, associado controlador, deveres fiduciários, *unocal, business judgment, entire fairness, self-enforcing*.

Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles*

María Victoria Peña Ramírez**

SUMARIO

Introducción – I. ELEMENTOS PARA EL ANÁLISIS DEL ABUSO DEL DERECHO EN SOCIEDADES – A. *La figura del abuso del derecho en general* – B. *La caracterización de las sociedades de capital disperso y concentrado* – 1. Sociedades de capital disperso – 2. Sociedades de capital concentrado – C. *Circunstancias que favorecen el abuso del derecho en sociedades mercantiles* – 1. Relaciones de agencia y asimetrías informativas – 2. Conflictos de interés – 3. Debilidad en los mercados de capitales y en el sistema de incentivos – 4. Factores culturales – II. GOBIERNO CORPORATIVO Y ABUSO DEL DERECHO/OPORTUNISMO – A. *Esquema general de gobierno corporativo* – 1. Marco obligatorio – 2. Marco voluntario – B. *Tendencias de gobierno corporativo* – 1. Tendencia al juicio estatal: intervencionismo regulatorio/sancionadorio – 2. Tendencia al juicio comercial o de los negocios: discrecionalidad directiva – 3. Modelo de autoejecución, *self-enforcing model* – III. ABUSO DEL DERECHO EN EL CONTEXTO SOCIETARIO COLOMBIANO – A. *Marco obligatorio: núcleo regulatorio básico en materia de abuso del derecho* – 1. Normas generales: la Constitución Política y el Código de Comercio – 2. Norma particular e incipiente: la Ley 222 de 1995 – 3. Normas específicas: las Leyes 1258 de 2008, 1450 de 2011 y 1564 de 2012 – 4. En relación con sociedades abiertas: la Ley 964 de 2005 – B. *Desarrollo jurisprudencial del abuso del derecho* – 1. Abuso de mayoría – 2. Abuso de minoría – 3. Abuso de paridad – IV. CONCLUSIONES – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Peña Ramírez, M. V. (Diciembre, 2015). Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Privado*, 54. Universidad de los Andes (Colombia).

** Abogada de la Universidad de los Andes (2012). Especialista en Derecho de Sociedades de la Universidad Javeriana (2014) y en Derecho Minero y Petrolero de la Universidad Externado de Colombia (2014). Magíster en Derecho de la Universidad de los Andes (2015). Actualmente se desempeña como ponente en el Grupo de Jurisdicción Societaria de la Delegatura para Procedimientos Mercantiles en la Superintendencia de Sociedades. Correo: mavi9016@hotmail.com

Introducción

El abuso del derecho corresponde a toda actuación que, valiéndose de la legitimidad en la que se fundamenta, desvía la finalidad para la cual fue prevista. Esta finalidad deriva del propio fundamento de la actuación, que es la norma jurídica. Es decir, “todo derecho tiene un fin, una misión o causa que debe respetarse. Si el móvil particular no coincide con el fin de la norma, existirá abuso de derecho” (Ordoqui, 2010, pág. 7).

Debido a la naturaleza interesada del ser humano, no es difícil que ejercite indebidamente sus derechos o que abuse de estos, lo que hace importante que se regule la figura en todos los sistemas jurídicos y en todos los ámbitos donde exista conducta humana. A esto se debe la afirmación de Josserand (1946) de que el abuso del derecho es “una de las piezas principales de todos los sistemas jurídicos de todos los países civilizados, o más bien, la atmósfera, el elemento mismo en que todos estos sistemas se desenvuelven y se realizan” (pág. 7). En el campo del derecho societario no es de minúscula relevancia la figura; por el contrario, este es particularmente susceptible de que se abuse de los derechos, pues las sociedades se caracterizan por ser un punto de confluencia de diversos tipos de intereses, tanto personales como sociales, que pueden fácilmente oponerse. Se ha dicho que las sociedades son, más que un ente jurídico individual,

Un punto focal en torno al que convergen una infinidad de relaciones y vínculos obligacionales,

directos e indirectos, por cuya virtud todos los sujetos que tienen algún interés ante la compañía derivan beneficios o asumen compromisos. Dentro de los interesados se encuentran, por supuesto, los asociados, los administradores y todos aquellos terceros que tengan un interés en relación con la sociedad o ('stakeholders'). (Reyes, 2013, pág. 27).

Así, debido a la presencia de diversas relaciones y nexos entre todos estos actores, la sociedad puede fácilmente convertirse en un nicho asidero de comportamientos oportunistas movidos por el deseo natural de satisfacción del beneficio individual. Además, como las posiciones y facultades de los distintos actores no son las mismas, la propensión al abuso siempre es latente. Esto revela la importancia de que se adopten fórmulas de gobierno corporativo, las cuales conciernen precisamente a la resolución de problemas de acción colectiva, es decir, aquellos que se presentan en escenarios de confluencia de agentes. El gobierno corporativo presenta una serie de fórmulas para dirigir y administrar una empresa y, con esto, mitigar los efectos de la falta de coordinación entre los actores societarios, que resultan en una divergencia entre el interés particular y el interés social. Unas buenas prácticas de gobierno corporativo incentivan la administración adecuada de las sociedades, disminuyen la existencia de conflictos de interés y mitigan los efectos de los que se presenten, mejoran la capacidad de toma de decisiones, evitan los costos de supervisión externa e interna frente al cumplimiento de obligaciones y, en general, mejoran la confianza inversionista y permiten un desarrollo ordenado y exitoso de la actividad empresarial.

Es por esto que el presente artículo pretende dar cuenta de las distintas conductas abusivas en el contexto societario, y relacionarlas con tres tendencias de gobierno corporativo representativas: la tendencia al juicio estatal, la tendencia al juicio comercial y la tendencia a la autoejecución. Como resultado se verá que las formas particulares de abuso dependen y, a su vez, determinan las fórmulas de gobierno corporativo que se adopten, las cuales, a su turno, tienen distintos retos según la cultura existente en el país o región en que se desarrolla la actividad empresarial, el grado de desarrollo de su mercado de capitales y la predominancia de sociedades de capital disperso o concentrado.

Con este fin se presentarán, en primer lugar, algunos elementos cuyo entendimiento se considera necesario para el lector. A continuación se introducirá el tema general del gobierno corporativo en sus distintos marcos y tendencias. Por último, el trabajo concentrará su último capítulo en dar cuenta de la figura del abuso del derecho en relación con el gobierno corporativo en Colombia, según la teoría ya estudiada en los capítulos anteriores. Para el efecto se hará referencia, principalmente, a la evolución normativa y jurisprudencial en la materia.

I. ELEMENTOS PARA EL ANÁLISIS DEL ABUSO DEL DERECHO EN SOCIEDADES

A. *La figura del abuso del derecho en general*

Esta figura permite comprender que los derechos no actúan únicamente en una órbita individual, sino que se mueven en un campo social que les asigna, a su vez, una función de tal carácter (Bolgar, 1975). Esta concepción de función social se logró luego de un importante cambio en las ideas sobre la naturaleza del derecho a finales del siglo XIX en Francia. El contexto europeo de la Revolución francesa (1789-1799) había exaltado los derechos de los individuos y su carácter absoluto, concepción bajo la cual era claramente posible que se abusara en su ejercicio. Pensadores como Louis Josserand (1982) promovieron un proceso gradual que desplazó la importancia de los derechos del individuo en su órbita meramente privada y autónoma, hacia una función social de estos. A su lado, otro famoso exponente de esta reivindicación fue Léon Duguit, para quien los derechos cobraban sentido en su órbita de “solidaridad social” (citado por Josserand, 1982). El abuso del derecho es, pues, una manifestación clara de que “el fin del derecho no es solo la protección del individuo sino de la persona en su realidad social, en vistas a su función solidaria en pos del bien común” (Ordoqui, 2010, pág. 7).

En síntesis, la figura tiene que ver con la existencia de un derecho subjetivo que, con fundamento en su legitimidad, se ejercita de manera

contraria a la buena fe, a las sanas costumbres y a los fines altruistas para los cuales fue previsto, con la potencialidad de generar daños a terceros. En caso de generarlos, quien abuse de sus derechos será responsable de repararlos, es decir, cuando hay daño resarcible, el abuso del derecho entraña una forma de responsabilidad civil.

B. La caracterización de las sociedades de capital disperso y concentrado

Entre las sociedades capitalistas, esto es, aquellas determinadas por el ánimo esencialmente pecuniario, existen modelos de dispersión y concentración de capital, los cuales inciden en que se presenten comportamientos abusivos particulares y, por tanto, en que se tienda a la adopción de fórmulas de gobierno corporativo distintas.

1. Sociedades de capital disperso

Se trata de aquellas sociedades en las que el capital suscrito se encuentra bajo la titularidad de un considerable número de asociados cuya participación, por tanto, difícilmente podría configurar por sí misma una mayoría ordinaria para la adopción de decisiones sociales. Como en su momento lo afirmaron Berle y Means (2009, pág. 6), existe en este tipo de sociedades una disyunción entre la titularidad del capital y su control, pues debido a la convergencia de tantos inversionistas estos se vuelven pasivos y delegan la administración societaria en un órgano distinto. Luego, quienes gestionan o controlan la sociedad no son propiamente los accionis-

tas, sino los administradores, lo que genera uno de los denominados problemas de agencia (Posner, 2000, pág. 1) entre administradores y accionistas.¹

Así como la generalidad de los accionistas en estas sociedades son pasivos frente a la administración y se preocupan principalmente por recibir una rentabilidad al final del ejercicio social, también existen unos pocos asociados cuya participación, si bien no es por sí misma un solo bloque mayoritario, sí es relevante para influir en la sociedad. Estos accionistas “mayoritarios” —como los bancos, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fundadores, entre otros— son quienes por tener un porcentaje relevante, tienen un mayor interés por los asuntos societarios y gestionan la rentabilidad de la acción en el mercado, razón por la que generalmente forman parte del órgano social más importante de este tipo de sociedades: la junta directiva. Son los pocos accionistas “activos” de las sociedades de capital disperso (Reyes, 2013, pág. 14).

Según John C. Coffee (1999), la evidencia empírica contemporánea deja ver que, en el ámbito de las grandes empresas, la propiedad difusa del capital social es un fenómeno localizado y ampliamente limitado a Estados Unidos y Gran Bretaña. Esto no solo demuestra que es el modelo de concentración de capital el que es dominante en el mundo como patrón, sino que el

1 “In a diffuse ownership context, such as the one prevailing in Anglo-Saxon countries, the monitoring function must focus on reducing the vertical agency problem between disperse shareholders and strong management” (Lefort y Urzúa, 2008, pág. 1).

activismo de los accionistas aumenta a medida que lo hace la concentración de capital (pág. 641). Al parecer, la importante protección que genera el sistema anglosajón entre los pequeños inversionistas dispersos en las empresas permite que estos entreguen su confianza a la junta directiva y no ejerzan mayor control sobre su gestión. A esto contribuye, por ejemplo, un mercado de capitales desarrollado que caracteriza a estos países, el cual necesariamente expone a las compañías bursátiles a la atracción de una multitud de inversionistas, quienes perciben confianza y seguridad en términos de buena gestión y rentabilidad de su inversión.

En síntesis, para efectos de este trabajo, la importancia de que una sociedad se caracterice por tener una estructura de capital disperso radica en que entre más se fragmenta el capital social, más pasivos se vuelven los asociados frente a la gestión social. A medida que aumenta esta pasividad, mayor discrecionalidad adquieren los administradores. Cuando aumenta la discrecionalidad de la junta directiva se ajusta un marco de posibilidades de oportunismo por parte de sus miembros, quienes pueden utilizar sus facultades en beneficio propio—beneficios privados de control—y en desmedro de los intereses de los aportantes de capital.

2. Sociedades de capital concentrado

En estas sociedades el capital suscrito se encuentra bajo la titularidad de un número reducido de asociados, lo que hace posible que haya grandes porcentajes de participación social en uno o pocos asociados. En estas condiciones, el

control societario se encuentra en el accionista o bloque mayoritario que ostenta el poder decisorio en el máximo órgano social.

Pero este control no se limita únicamente a la toma decisiones en el máximo órgano social. En estas sociedades los sistemas de administración están estrechamente ligados a la influencia de los mayoritarios que, finalmente, son quienes definen la conformación de la junta directiva. Por tanto, podría existir cierto grado de “lealtad” respecto de los accionistas controlantes, cuyos intereses no necesariamente coinciden con los de la compañía.²

Reyes Villamizar logra reflejar correctamente esta situación:

Desde el punto de vista técnico, la estructura de la organización societaria en la Región puede catalogarse dentro del llamado ‘modelo tradicional’. Este se basa, a diferencia de estructuras de capital disperso, en derechos de propiedad, de modo que aquellos accionistas que suministran los recursos acceden directamente a la administración de la sociedad. Tradicionalmente se ha afirmado que este modelo se adecua a las disposiciones jurídicas que gobiernan el régimen de las sociedades anónimas en América Latina. Conforme a estas regulaciones, los accionistas se reúnen por lo menos una vez al año para aprobar las cuentas de la administración y los estados financieros;

² En relación con esta última se ha dicho que los bloques de accionistas llevan a cabo “negociaciones informales con la dirección. Los accionistas mayoritarios debido a su importante presencia en la empresa tienen la posibilidad de dirigirse directamente al equipo directivo al objeto de obtener información más clara sobre la estrategia futura de la empresa, pudiendo hacer recomendaciones más o menos explícitas sobre ciertos aspectos: remuneración de los directivos, política de inversiones, etc.” (Palacín-Sánchez, 2002, pág. 22).

en estas sesiones se elige a los miembros de la Junta Directiva y los accionistas se ocupan en todos los asuntos generales relativos a la marcha del negocio. La Junta Directiva media entre los accionistas y el gerente de la sociedad. Este último, una vez es designado por la Junta Directiva, dirige las operaciones que están dentro del giro ordinario de los negocios de la sociedad. La Junta Directiva también supervisa la actividad de los gerentes y demás ejecutivos, para proteger los intereses de los accionistas. (2013a, pág. 16).

De acuerdo con lo expuesto, en las sociedades de capital concentrado la modalidad de abuso predominante es el de la mayoría, el cual se traduce en el conocido problema de agencia entre mayoritarios y minoritarios. Estas son las sociedades más abundantes en América Latina y Europa Continental, cuyos mercados de capitales no suelen alcanzar un importante nivel de desarrollo y en donde la cultura no es, precisamente, la del cumplimiento voluntario al deber. Bajo este esquema, ser accionista minoritario tiene poco sentido si la protección a sus derechos no es clara y no existe un aparato judicial fuerte.

C. Circunstancias que favorecen el abuso del derecho en sociedades mercantiles

A continuación se exponen algunas circunstancias que favorecen la aparición de conductas abusivas en sociedades mercantiles. Es importante aclarar que hay algunas de ellas que están previstas en los ordenamientos jurídicos de manera independiente a la figura del abuso del derecho, es decir, tienen una regulación específica con consecuencias jurídicas precisas. Por

tal motivo, no deben asimilarse a causales o supuestos cuyo efecto, desde el punto de vista jurídico, sea lo que en la normatividad se ha dispuesto como abuso del derecho.

1. Relaciones de agencia y asimetrías informativas

Las relaciones de agencia son aquellas que se presentan cuando el bienestar de una parte, llamada “principal”, depende de las acciones adelantadas por otra, llamada “agente” (Hansmann y Kraakman, 2004, pág. 21). Se trata de una figura parecida al contrato de mandato, en el que se parte de la confianza en la buena gestión del mandatario y, por tanto, se espera que obre para los fines expresos del encargo y en interés del mandante.

Sin embargo, el problema radica en motivar al agente a actuar en interés del principal, en vez de que actúe en su propio interés. Como lo ha sostenido Posner (2007), es tarea de las ciencias económicas explorar “las implicaciones de suponer que el hombre procura en forma racional aumentar al máximo sus fines en la vida, sus satisfacciones: lo que llamaremos su ‘interés propio’” (pág. 25). Esto permite comprender la dificultad de contrarrestar posibles comportamientos ventajosos del principal, pues podría parecerle tentador aprovecharse de su conocimiento en la labor encomendada, de las facultades conferidas y del flujo de información que podría no revelar. Para el principal, a su vez, genera un costo de agencia directo, esto es, las ineficiencias en la ejecución de la labor por el agente (pérdidas económicas), y los costos de

monitoreo, es decir, aquellos en que tiene que incurrir (tiempo y dinero) para vigilar el desempeño de su agente (Mercuro y Medema, 2006, pág. 264).

Según Jensen y Meckling (1976), las relaciones de agencia junto con sus problemas y costos se presentan particularmente en aquellos contextos que implican un esfuerzo cooperativo entre dos o más personas, así no sea fácil identificar una relación expresa de agente-principal (pág. 6). Esto es, se presentan en todo tipo de organizaciones, a cualquier nivel de dirección o control, incluyendo sociedades, universidades, uniones, cooperativas, entidades gubernamentales, etc. (págs. 6-7).

De acuerdo con Hansman y Kraakman (2004, pág. 22) existen tres problemas genéricos de agencia que surgen en las sociedades. El primero tiene que ver con el conflicto entre los aportantes de capital (principales) y los administradores (agentes). Los primeros le encomiendan a los segundos la gestión diligente del objeto social, pero el problema surge ante la dificultad de motivar a los administradores a que busquen el interés de los asociados en vez del suyo propio. El segundo problema de agencia tiene que ver con los conflictos entre los accionistas minoritarios (principales) y los mayoritarios (agentes). Los primeros le encomiendan tácitamente a los segundos la adopción de decisiones en beneficio de la sociedad. El problema surge cuando los mayoritarios anteponen su interés propio al de los demás asociados o al interés social y generan perjuicios con su conducta. El tercer problema de agencia tiene que ver con el conflicto

que surge entre la empresa y los terceros con los que esta se relaciona, como acreedores, empleados o consumidores. Nuevamente, el problema se hace latente cuando la sociedad favorece su interés propio y perjudica a los terceros.

Sobre la base de lo expuesto, puede afirmarse que las relaciones de agencia favorecen un escenario para que se abuse de los derechos. Encargar a una persona es crearle una facultad para que lleve a cabo los actos conducentes a cumplir con la gestión encomendada. Hasta este punto habrá relación de agencia y posiblemente el principal tenga que incurrir en costos de monitoreo respecto de la labor de su agente. Pero si en virtud de esa facultad que tiene el agente, este la desvía de su finalidad altruista y busca ventajas propias en detrimento del interés de su principal, la relación de agencia podría convertirse en un abuso de derechos o en un comportamiento oportunista.

2. Conflictos de interés

Según Pierre-François Cuif, el conflicto de intereses es:

La situación en la que los intereses personales de alguien se oponen a sus deberes. El conflicto, en principio, debe solucionarse a favor de los deberes: es una exigencia moral existente desde la antigüedad bajo el adagio *nemo in rem suam auctor esse potest* (2007, pág. 55).

Cuando se presenta un conflicto tal, existe un interés de la persona inmersa en este que se opone a su propio deber; este deber u obligación surge de manera correlativa al interés de

otra persona que eventualmente puede verse afectada por una decisión dañina. Al haber contraposición de intereses de dos partes en un mismo contexto, no es posible satisfacerlos simultáneamente: la satisfacción de uno implica la insatisfacción del otro.

Es inevitable que en la vida diaria surjan conflictos de interés, los cuales no siempre resultan en la generación de perjuicios. Ahora bien, cuando se tiene la potestad de adoptar decisiones que vinculan a otras personas pueden presentarse problemas de oportunismo, particularmente, en situaciones en las que es imposible ser neutral. Esto ocurre constantemente en las sociedades en las que algunos agentes tienen mayor influencia en la toma de decisiones vinculantes (administradores y mayoritarios). Debido a que los intereses de los distintos actores societarios deberían estar alineados en el mejor interés de la sociedad, hay proclividad al conflicto cuando el interés económico subjetivo de quien tiene potestad decisoria se contrapone a este último.

En materia societaria los conflictos de interés se presentan, especialmente, en el marco de las relaciones externas de la empresa. La contratación a nombre de la sociedad con terceros, por ejemplo, debe aprobarse internamente en los órganos sociales, ya se trate de la junta directiva, de la gerencia o del máximo órgano social, según las facultades estatutarias previstas para el efecto. Como bien lo expresa Alberto L. Puelma:

Las principales materias donde se presentan conflictos de intereses entre los accionistas o socios y entre estos y la sociedad, son en los actos o contratos celebrados por la entidad con

personas relacionadas a su administración o a su control y en las cuestiones que deban resolverse entre los accionistas y entre estos y la sociedad sobre la base del principio mayoritario. (2002, pág. 47).

Piénsese, por ejemplo, en un contrato de mutuo celebrado entre una sociedad, como mutuante, y su accionista mayoritario, como mutuario. Por virtud de su influencia en la gestión de la empresa, el controlante podría incidir en que se establezcan condiciones del negocio jurídico favorables para sí y en detrimento del patrimonio social, por ejemplo, la fijación de una tasa de interés muy baja respecto del préstamo. Otra situación representativa puede ser la celebración de negocios jurídicos entre dos compañías representadas legalmente, cada una, por personas ligadas por un vínculo matrimonial. Con todo, los conflictos de interés podrían favorecer la distracción de recursos sociales a través de la celebración de operaciones oportunistas o abusivas con vinculados y, por tanto, pueden llegar a ser una importante vía de expropiación de los minoritarios.

3. Debilidad en los mercados de capitales y en el sistema de incentivos

El mercado de capitales es un instrumento esencial para la competitividad y el desarrollo económico de un país. Consiste en un “conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores” (Superintendencia Financiera, 2008, pág. 2).

El mercado de capitales es una ‘herramienta’ básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante él, se hace la transición del ahorro a la inversión; moviliza recursos principalmente de mediano y largo plazo, desde aquellos sectores que tienen dinero en exceso (ahorradore o inversionistas) hacia las actividades productivas (empresas, sector financiero, gobierno) mediante la compraventa de titulares valores. (Universidad Eafit, 2007, pág. 1).

Según investigaciones de agentes del Banco Mundial, algunos de los factores que miden el desarrollo del mercado de capitales son: 1) Tamaño, que se mide según su grado de capitalización: el tamaño del mercado está positivamente relacionado con su capacidad de movilizar capital y diversificar el riesgo. El tamaño también puede medirse según el número de empresas inscritas en bolsas de valores. 2) Liquidez: entre más facilidad haya de poder comprar bienes y servicios en el mercado, más fuerte es el mercado de capitales. 3) Volatilidad: entre menos volátil sea el mercado de capitales, más desarrollado es. 4) Concentración: entre más concentración haya (pocas empresas dominan el mercado) menos desarrollado es el mercado de capitales. 5) Valoración de activos: los países que más se integran a los mercados mundiales de capitales gozan, en general, de más valoración de activos empresariales y son más desarrollados. 6) Factores regulatorios e institucionales: entre más atractiva sea la regulación, más se interesan los inversionistas y se fortalece el mercado (Demirgürç-Kunt y Levine, 1995, págs. 5-12).³

Por lo anterior, quienes generalmente participan en estos mercados son sociedades de grandes dimensiones, provistas de liquidez, las cuales tienen la posibilidad de generar y participar en ofertas públicas de valores, permitiendo la movilización de recursos. La sensación de confianza y seguridad que produce un mercado de capitales desarrollado incentiva a las empresas a exponerse a los riesgos propios de grandes negocios. Por esto el indicador regulatorio e institucional es muy importante, pues entre más protección se proporcione al inversionista y más revelación obligatoria de información haya, mejores serán los incentivos a la inversión y habrá mayores razones para que las empresas se inscriban en este mercado. Aunado a lo anterior, las asimetrías informativas son un peligroso detonante de abuso del derecho, por lo cual, si se controlan, se contrarrestan también los comportamientos oportunistas.

Por ejemplo, la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange - NYSE*) se vale de un complejo reglamento contentivo de reglas específicas, entre las que se encuentran algunas de carácter disciplinario para los miembros. Así, según lo dispuesto en su regla 476(a), un miembro, asociado o empleado puede ser sancionado con la expulsión; suspensión; limitación de sus actividades, funciones y operaciones; suspensión o cancelación de su registro o suscripción de acciones; censura; suspensión o limitación para estar asociado con cualquier miembro; o cualquier otra sanción que se disponga, si:

³ En su interesante estudio Demirgürç-Kunt y Levine exponen cada uno de los indicadores de desarrollo de los mercados de capitales y hacen una comparación de un grupo de países. De todas formas, hacen la

precisión de que es complejo medirlo, ya que distintos indicadores capturan diversos aspectos, por lo cual es posible que se presenten excepciones a la regla general.

efectúa alguna transacción por medio de cualquier dispositivo manipulador o engañoso; no observa los altos estándares de honor comercial y principio de intercambio justo y equitativo; actúa en detrimento del interés o bienestar de la bolsa; hace ofertas engañosas, u ordena la compra o venta de valores y la transacción no genera a cambio el dominio de lo vendido; hace compras o ventas con el propósito de generar desequilibrio al mercado, o genera condiciones de precios que no corresponden al valor comercial; no suministra a la bolsa todos los libros y registros, o todos los contratos de mercado realizados (NYSE, s. f.).⁴

Debido a estos estrictos parámetros de conducta, propios de mercados de capitales fuertes, el inversionista siente confianza para invertir. Estas normas contribuyen a crear reputación corporativa, y no cabe duda de que las relaciones conflictivas entre accionistas y otros actores societarios son especialmente dañinas de tal reputación. Luego, las normas del mercado de capitales, en buena medida, apaciguan posibles comportamientos oportunistas o abusivos. En las sociedades cerradas, de otra parte, el mercado de capitales termina convirtiéndose en un ejemplo para la generación de valor agregado, es decir, si bien la regulación bursátil no vincula estas sociedades, sí se convierte en un modelo próspero a seguir a través de la autorregulación estatutaria.

4. Factores culturales

Los factores culturales que predominan en las regiones también son determinantes del comportamiento oportunista. Existen países donde las mismas prácticas van determinando con el tiempo una cultura de obediencia y cooperación en la sociedad. La generación de incentivos al buen desempeño, ya sea a través de la fortaleza del mercado de capitales, de la promoción del autogobierno o de la intervención eficaz del Estado puede contribuir a que se interiorice que los mejores resultados se obtienen cuando se coopera.

Se ha dicho respecto a los mecanismos de disciplina que configuran el gobierno de empresa que sus características:

Varían enormemente entre países, no sólo por el distinto cuerpo legal de cada uno de ellos sino también por las diferentes culturas empresariales vigentes (Franks y Mayer, 1991). Todo ello hace que este gobierno de empresas no sea uniforme en todas las economías, de manera que mientras en algunas como en los Estados Unidos y el Reino Unido la disciplina es alcanzada gracias al mercado, más concretamente a través de la amenaza de adquisición que representan las OPA hostiles sobre la continuidad de los equipos directivos que no persiguen la maximización de la riqueza de los accionistas, siendo por este motivo las destituciones mucho más comunes. En los países de Europa Continental y en el Japón, la capacidad disciplinaria recae especialmente en los órganos internos de la empresa, y muy especialmente en el consejo de administración. (Palacín-Sánchez, 2002, pág. 6).

4 Rule 476 (a) 5, 6, 7, 8, 9, 11.

La cultura de obediencia a las normas y a principios generales como el de la buena fe no necesariamente se crea de manera voluntaria cuando hay intereses de por medio. Por esto, es necesario que exista un sistema de incentivos al comportamiento altruista y desincentivos al comportamiento oportunista. Sin embargo, en unos contextos más que en otros, precisamente por falta o debilidad de incentivos/desincentivos, se crea la posibilidad para que se presenten comportamientos evasivos del deber y artimañas para sacar provecho en beneficio propio. Esto es lo que se conoce como corrupción, es decir, todas aquellas actitudes y comportamientos de quienes valiéndose de una posición o facultad, buscan ventajas ilegítimas de manera “artimañosa”, de tal forma que esto no se conozca públicamente.

La cultura altruista muchas veces se materializa en las empresas a través de la formalización de prácticas de gobierno corporativo en códigos internos. Ahora bien, la formalización no podría quedarse en el mero significado simbólico de la documentación. Se requiere *convicción*, esto es, convencimiento por parte de los distintos actores, particularmente internos, de que la empresa logra una mejor marcha y un mejor desarrollo de su objeto en la medida en que todos cooperen en un correcto cumplimiento de dichos estándares (Sociedades Bolívar S.A., 2011). Estándares que implican trabajar en el mejor interés de la sociedad, y no en el de un sujeto en particular. De esta manera, si se verifica que la sociedad ha dado el paso a la documentación de buenas prácticas para los sujetos, pero estos no han interiorizado que perseguir el bienestar de la

empresa repercute en beneficios para todos, no existe coherencia en el manejo del gobierno corporativo, lo cual puede dar lugar al afloramiento de comportamientos abusivos y oportunistas en la práctica.

II. GOBIERNO CORPORATIVO Y ABUSO DEL DERECHO/OPORTUNISMO

Según el Banco Interamericano de Desarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia, el gobierno corporativo comprende:

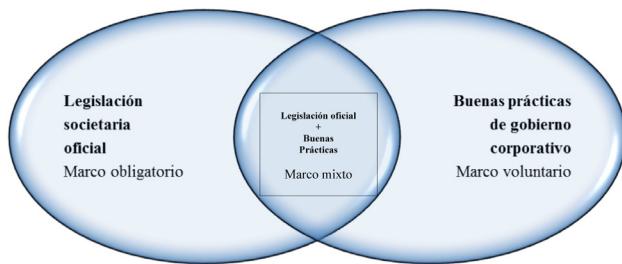
Un conjunto de prácticas, procesos y sistemas para dirigir y controlar una empresa. El gobierno corporativo regula las relaciones a nivel de accionistas, junta directiva y alta gerencia. También regula las relaciones de la empresa con los grupos de interés y fortalece la disposición ética de la compañía. (2009, pág. 3).

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), se trata de la relación entre el manejo de una compañía, su junta, sus asociados y otros terceros. El gobierno corporativo provee la estructura a partir de la cual los objetivos de la compañía se llevan a cabo, y determina los medios de lograrlos así como el monitoreo de su cumplimiento (2004, pág. 57). El abuso del derecho es precisamente uno de los problemas que obstruyen la gobernanza corporativa y, por tanto, uno de los puntos principales que deben preverse al momento de establecer la política de gobierno de una empresa.

A. Esquema general de gobierno corporativo

De forma general, las pautas de gobierno corporativo son adoptadas por los países a través de dos tipos de instrumentos: 1) La legislación societaria oficial, que establece los mínimos de conducta obligatoria por parte de las empresas, cuya dimensión varía según el contexto y la tendencia del país del que se trate. 2) Los códigos o estatutos que las mismas empresas establecen voluntariamente en ejercicio de la autonomía de la voluntad, pero que no podrían contradecir las normas imperativas establecidas por la legislación oficial. El primero corresponde a un marco obligatorio de gobierno corporativo (*mandatory corporate governance*), al paso que el segundo hace referencia a un marco de adopción totalmente voluntaria (*enabling corporate governance*), o parcialmente voluntaria (*partially enabling corporate governance*), según la clasificación doctrinal de Anita Anand.⁵

Gráfico 1. Esquema general de gobierno corporativo



Elaboración propia.

En general, los países tienen siempre una legislación societaria oficial con carácter obligatorio, aunque su dimensión varíe de uno a otro. A su vez, hoy día se observa con mayor fuerza que existen también listas de prácticas deseables para que las empresas las adopten de manera voluntaria y generen valor. De esta manera, se trata de dos marcos que generalmente actúan en grado distinto en los diferentes contextos, pero que suelen estar presentes de alguna manera. No son opuestos, por el contrario, se relacionan el uno y el otro, pues las disposiciones de los actores privados en ejercicio de la autonomía de la voluntad nunca podrían contradecir las disposiciones normativas. Lo que sí podría suceder es que en algunos contextos, por tener un marco obligatorio más extenso y más rígido que otros, la autorregulación de las empresas actúe en un ámbito más reducido (y viceversa), que es precisamente lo que da lugar a que se presenten las tendencias que ya se estudiarán. En todo caso, ambos marcos trabajan de la mano en la generación de gobierno de empresa.

5 “The term “mandatory,” as used here, means legally mandated, with penalties applying to those who fail to comply with the legal rule in question. The terms “voluntary” or “enabling” (here used interchangeably) denote a firm’s choice to adopt corporate governance practices or standards in the absence of a mandatory legal requirement to do so.’ Such practices can, but need not be, set forth in guide lines or best practice regulatory instruments,’ typically issued by securities regulators or stock exchanges. The enabling code does not necessarily replace, but can be in addition to, a corporate governance regime already in place under statute, for example.” (Anand, 2006, pág. 234).

1. Marco obligatorio

El marco obligatorio, en el contexto que nos ocupa, son las normas societarias imperativas de proveniencia oficial dirigidas, esencialmente, a la protección de los intereses del agente o grupo débil. Así, tratándose de sociedades de capital concentrado, la protección estará encaminada con más fuerza a los accionistas o grupos débiles respecto del poder de los fuertes o controlantes. Por su parte, en donde predominan las sociedades de capital disperso, las normas estarán más enfocadas en la protección de los derechos de la multitud de inversionistas respecto de las facultades del administrador.

Además, así como la protección normativa del marco obligatorio varía en su enfoque de un contexto a otro, también varía en la fuerza y dimensión con que lo hace. De esta manera, donde el mercado de capitales es tan débil que no logra generar suficientes incentivos de buen comportamiento, es necesario que el Estado intervenga y prevea pautas detalladas de conducta con el fin de generar un balance entre los distintos intereses y evitar el oportunismo. Por tanto, el marco obligatorio en cuanto a enfoque se concentra en el accionista débil respecto del fuerte, y en cuanto a dimensión, adquiere un gran tamaño.

De otra parte, donde el mercado de capitales es fuerte y logra generar suficientes incentivos para que la empresa marche bien, no es necesaria una intervención tan directa del Estado. En relación con las sociedades cerradas en estos contextos, el éxito de las sociedades abiertas a partir de sus códigos de conducta constituye un

importante ejemplo que contribuye a la generación de cultura corporativa/cooperativa. Así las cosas, ante la limitada intervención oficial, la autonomía de la voluntad adquiere mayor dimensión en la generación de gobierno corporativo por parte de las mismas empresas en ejercicio de autorregulación. Por estas razones, y por la predominancia de sociedades de capital disperso en estos contextos, el marco obligatorio en cuanto a enfoque se concentra en el inversionista respecto del administrador, y en cuanto a dimensión adquiere un tamaño reducido.

Como se verá en la segunda parte de este capítulo, en materia de gobierno corporativo el primer escenario puede identificarse con la tendencia “de juicio estatal o intervencionismo regulatorio/sancionatorio”, mientras el segundo se asocia a la tendencia al “juicio comercial o de los negocios”.

2. Marco voluntario

Con el ánimo de proteger al inversionista –particularmente en las sociedades bursátiles–, así como de lograr competitividad en las empresas como focos de desarrollo económico de un país, ha tomado fuerza la previsión de estándares de buena conducta a través de códigos de buen gobierno corporativo. Ello busca lograr estructuras de gestión y desempeño apropiadas para las empresas con miras a garantizar un equilibrio entre los distintos intereses en alineación con el interés social.

Esta extensión de estándares conductuales en los mencionados códigos corresponde al núcleo

blando de gobierno corporativo. Este es el esquema voluntario/habilitador (*enabling corporate governance*), y se dice que si bien las sociedades tienen a su arbitrio la decisión de si adoptan o no una serie de recomendaciones desarrolladas por algunos instrumentos, cuando lo hacen, suele ser porque existe un sistema de compensaciones basado en incentivos (Anand, 2006, pág. 234). Pero además, la misma doctrina se ha referido a un esquema parcialmente voluntario/habilitador (*partially enabling corporate governance*), el cual consiste en que el Estado dispone un modelo de buenas prácticas corporativas y las sociedades tienen la facultad de escoger cuáles adoptan y cuáles no, pero al final de un ejercicio están en la obligación de dar un reporte respecto de cómo ocurrió el cumplimiento de las prácticas seleccionadas. Este reporte es una forma de revelación de información relevante que es útil al inversionista y da reputación a la compañía.⁶ Por ello, suele establecerse para las sociedades cotizadas en bolsa, sin perjuicio de que las demás sociedades también puedan adoptar tales prácticas.

Lo cierto es que la importancia del gobierno corporativo como generador de valor para las empresas crece cada vez más. Para hablar de América Latina, en el año 2000 el Banco Mundial y la OCDE establecieron la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, mediante la cual se:

Convoca a experimentados formuladores de políticas, reguladores y actores del mercado (...) a entablar un diálogo estructurado. (...). Los participantes provienen tanto de países miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) como de países latinoamericanos, incluyendo a representantes de Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Costa Rica, Colombia, República Dominicana, Ecuador, México, Panamá, Perú, España, Suecia, Turquía, el Reino Unido, Uruguay, Estados Unidos y Venezuela. (OCDE e International Finance Corporation, 2010, pág. 2).

Esta mesa se reúne anualmente y establece recomendaciones para los países, entre ellas, algunas relacionadas con participación y derechos de accionistas, protección a los minoritarios y mecanismos preventivos de abuso.

B. Tendencias de gobierno corporativo

A continuación se desarrollan las tres tendencias de gobierno corporativo que varían, particularmente, según su elemento determinador: intervención del Estado, dinámica del mercado o mecanismo privado de autorregulación (Delvasto, 2007, pág. 315). Estas tendencias no son excluyentes, pues puede afirmarse que ninguna es completamente obligatoria ni totalmente voluntaria. Lo que pasa es que tienen factores determinantes distintos y en unas predomina más la imposición oficial que la autorregulación.

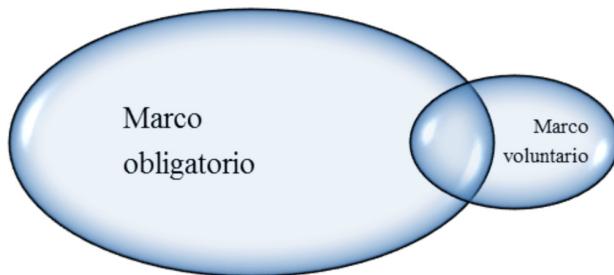
6 En Colombia, por ejemplo, existe el Código País, un compendio de recomendaciones dirigidas a los emisores de valores bajo el principio de “cumpla o explique”. Cfr. Superintendencia Financiera (2007).

1. Tendencia al juicio estatal: intervencionismo regulatorio /sancionatorio

La tendencia al juicio estatal parte de que, no habiendo un mercado de capitales competitivo y fuerte, ni una buena cultura corporativa-cooperativa, el mayor incentivo para el cumplimiento del deber es la norma jurídica cuyo desconocimiento conlleva mecanismos oficiales coercitivos y sanciones. Se caracteriza por el formalismo en la disposición de deberes de conducta de cada actor societario en instrumentos legales. Por esto se trata de una tendencia intervencionista, pues es el Estado el que juega un papel protagónico en el apuntalamiento de reglas específicas y detalladas de conducta, así como en la garantía de estas a través de mecanismos efectivos y sanciones fuertes. La justificación de su intervención está, obviamente, en la necesidad de proteger del oportunismo al más débil. Como es lógico, este modelo requiere de la fortaleza de los sistemas judiciales o administrativos encargados de hacer efectivas las disposiciones legales protecciónistas.⁷

Con base en lo expuesto, la tendencia podría representarse como se muestra en el gráfico 2.

Gráfico 2. Tendencia al juicio estatal o intervencionismo regulatorio/sancionatorio



Elaboración propia.

Se ilustra: 1) un marco obligatorio de gobierno corporativo de gran dimensión; 2) una minoría que se deja al marco voluntario, 3) un marco mixto, como tendrían todas las tendencias, pero con mayor influencia del marco obligatorio.

En estos contextos, los accionistas mayoritarios no necesariamente toman decisiones ajustadas a la conveniencia económica de todo el ente corporativo. Ellos controlan la sociedad sin someterse al régimen estricto de responsabilidad que impone el sistema anglosajón a los administradores través de los deberes fiduciarios en caso de oportunismo, o que les impone el mismo mercado de capitales a través de las normas de las bolsas de valores.⁸ De hecho, en estos contextos existe muchas veces renuencia a “bursatilizar” la sociedad, pues esto dispersaría su capital y haría que los controlantes perdieran muchas de sus prerrogativas que no están es-

⁷ La tendencia anglosajona al juicio comercial y el modelo de autoejecución hacen dos importantes críticas a esta forma de gobernanza corporativa. La primera señala que los jueces no son lo suficientemente expertos para resolver cuestiones empresariales. El segundo, por su parte, entiende que la labor de los jueces en la protección del más débil a través de la ejecución forzosa de los deberes podría ser muy valiosa, pero esto no se facilita donde no hay jueces académicos ni honestos, como en las economías emergentes.

⁸ “From another perspective, it must be borne in mind that in Latin America most of the business associations are incorporated as closely held companies. The securities markets in the region tend to be small in comparison to those of developed market economies. Therefore, it must be recognized that the agency problem underlying corporate governance in Latin America relates to a large extent to conflicts between controlling shareholders and their counterparts in limited liability companies and closely held corporations.” (Reyes, 2008, pág. 228).

critas pero que son inherentes a su posición: los beneficios privados del control.⁹ Por todo esto se justifica la presencia de un Estado que intervenga a través del sistema legislativo y judicial.

Sin embargo, es de reconocer que existen situaciones en las que impera el criterio económico, aunque la decisión pueda generar efectos redistributivos (como cuando una fusión es determinante para el éxito corporativo, pero significa una masacre laboral, o la disminución de la participación del minoritario). Estos casos, de todas formas, también son previstos por esta tendencia, que reconoce ambos intereses y aboga por un equilibrio en el interés social.

Esta tendencia caracteriza, en particular, a América Latina y a Europa Continental (Reyes, 2008, págs. 222-224). En estos contextos es difícil que la propiedad se desligue del control, pues quienes tienen mayor participación social son quienes tienen poder para decidir en el máximo órgano social o para influir en la junta directiva. Según Reyes Villamizar:

Desde un punto de vista técnico, la estructura para la gobernanza corporativa en la región podría ser precisamente caracterizada como el llamado modelo tradicional. Éste se basa en los derechos de propiedad, en donde los accionistas que aportan el capital se convierten en

⁹ “Concentrated ownership, however, also entails costs. Indeed, large shareholders can abuse their power to extract more benefits possibly at the expense of the small shareholders (Shleifer and Vishny, 1997). Not all benefits accruing from controlling a firm can be written into a contract and enforced in a court. These so-called private benefits of control, as distinct from the contractible security benefits, can come from many sources. They may come from making decisions that benefit a particular investor (or management) at the expense of other investors.” (Berglöf y Burkart, 2003, pág. 192).

el factor principal en el proceso de gobierno. Este modelo coincide con la estructura societaria prevista en la mayoría de los estatutos de América Latina con respecto a las sociedades anónimas. (2008, pág. 222). [Traducción propia].¹⁰

España es un ejemplo de país con tradición jurídica civilista, perteneciente a Europa Continental, en donde el derecho societario se ha caracterizado por su poca flexibilidad, rigidez y limitada concesión a la autonomía de la voluntad de los asociados (Navarro, 2010, págs. 1 y 18). Es un país en el que la concentración de capital de las empresas es alta,¹¹ lo cual da lugar a que predominen las relaciones y problemas de agencia entre minoritarios y mayoritarios, de lo que da cuenta, por supuesto, la legislación y la jurisprudencia. Una breve referencia: el artículo 7 del Código Civil prevé, de forma general, la figura del abuso del derecho. De forma particular, el artículo 144 del Código de Comercio, en relación con compañías limitadas, establece la obligación de indemnizar a la sociedad por el daño causado por “malicia, abuso de facultades o negligencia grave de uno de los socios”. De forma aún más precisa, el Real Decreto Legislativo 1 de 2010, que contiene la armonización o refun-

¹⁰ “From a technical standpoint, the structure for corporate governance in the region could be accurately characterized as the so-called traditional model. It is based upon property rights, in which shareholders who supply the capital become the major factor in the governance process. This model coincides with the corporate structure provided for under most Latin American statutes regarding stock corporations (sociedades anónimas).” (Reyes, 2008, pág. 222).

¹¹ “Interestingly, there is also considerable variation in ownership concentration within Continental Europe. In half of the listed non-financial firms in Austria, Belgium, Germany and Italy a single shareholder controls more than 50% of the votes (compared to 9.9% in the UK). In Dutch, Spanish and Swedish firms the median blockholder holds 43.5, 34.5, and 34.9%, respectively.” (Berglöf y Burkart, 2003, pág. 179).

dición de diversas disposiciones societarias, en el artículo 204 se refiere a la esencia de la figura como causal de impugnación de acuerdos de junta general:

Artículo 204: Acuerdos impugnables. 1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. 2. Serán nulos los acuerdos contrarios a la ley. Los demás acuerdos a que se refiere el apartado anterior serán anulables.

Así, la consecuencia jurídica de la decisión abusiva sería la anulabilidad, sin entrar a discutir que la cuestionada actuación o decisión pudiera ser contraria a la ley y fuera, por tanto, nula. Este artículo es recurrentemente citado en la jurisprudencia cuando de abuso del derecho en sociedades se trata.¹²

De igual importancia son estos dos artículos sobre “quórum y mayorías reforzadas” para deliberar y decidir sobre asuntos sospechosos y situaciones de propensión al oportunismo:

Artículo 194. Quórum de constitución reforzado en casos especiales. 1. En las sociedades anónimas, para que la junta general ordinaria o extraordinaria pueda acordar válidamente el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales, la emisión de obligaciones, la supresión o la limi-

tación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, así como la transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero, será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto. 2. En segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del veinticinco por ciento de dicho capital.

Artículo 201. Mayorías. 1. En la sociedad anónima los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría ordinaria de los votos de los accionistas presentes o representados. 2. Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurran accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.

Por lo demás, existen diversas disposiciones legislativas en España que comprometen expresamente la participación del minoritario y que reflejan el ánimo protecciónista en la prevención y control del oportunismo. Entre otras, hay sobre convocatoria al máximo órgano social (168), convocatoria y decisión de iniciar acción social de responsabilidad (239), inclusión de asuntos en el orden del día de las reuniones (494) y aprobación del acta (202), acceso a la información y derecho de inspección (197), aprobación de cuentas y auditoría (272) y derecho de separación en caso de no distribución de dividendos (348).

¹² España: Juzgado Mercantil de Toledo, Sección 1, Sentencia n.º 5 (14, enero, 2013), Toledo, 2013. Ponente: Emilio Buceta Miller. Cfr. también, España: Juzgado de Primera Instancia n.º 1 De Cáceres, Sentencia n.º 485 (16, diciembre, 2011), Cáceres, 2011. Ponente: Juan Francisco Bote Saavedra. Audiencia Provincial de Navarra, Sección Tercera, Sentencia n.º 52 (25, marzo, 2009), Navarra, 2009. Ponente: Jesús Santiago Delgado Cruces.

2. Tendencia al juicio comercial o de los negocios: discrecionalidad directiva

La asunción de riesgos es inherente a los grandes negocios. En el marco societario, con relación a la tendencia al juicio comercial, dicha asunción, sin embargo, no es deliberada ni está facultada a la discreción de cualquier agente. Por el contrario, las decisiones son el producto de facultades que se consignan en cabeza de expertos conocedores del desempeño del mercado en determinado negocio, quienes, sobre una base informada, toman decisiones con efectos económicos. Pero para que esto ocurra debe existir cierta libertad económica que no restrinja de manera absoluta el actuar de los agentes. Es decir, se requiere que exista cierto espectro de posibilidades y combinaciones de variables en relación con determinado negocio, que sean accesibles. Este espectro no es irrestricto, pues encuentra limitaciones comprensibles que pueden resumirse, en términos generales, en el actuar de buena fe ausente de intenciones dañinas. Así, no se trata de generar comportamientos completamente encasillados en un núcleo regulatorio oficial de gran dimensión, sino de generar limitaciones mínimas que permitan el desarrollo empresarial, pero que contrarresten en medida proporcional el comportamiento egoísta y autointeresado de los agentes económicos. Esta es la esencia de la tendencia al juicio comercial.

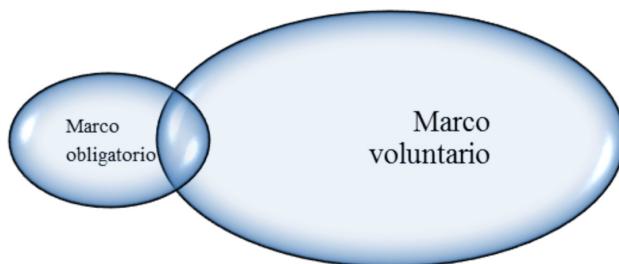
Si esta tendencia funciona sobre la base del mercado, este debe ser fuerte y capaz de producir suficientes incentivos al comportamiento económico transparente, generador de riqueza

pero ausente de fraudes, inspirador de confianza y seriedad. Es decir, le corresponde al mercado asumir el papel del Estado en los contextos intervencionistas: generar los incentivos necesarios para evitar el comportamiento oportunista de los agentes. A esto contribuye también un mercado de capitales fuerte, el cual facilita que las sociedades dispersen su capital:

El desarrollo de los mercados de capitales llevará necesariamente a una tasa mayor de dispersión del capital, y con ello, se elevarán los costes de agencia, los derivados de la imperfecta alineación de intereses entre accionistas —los principales— y los administradores —los agentes— (Gómez y Sáez, 2007, pág. 10).

En esta tendencia, por sus características, predomina el marco voluntario. La autonomía de la voluntad es un principio que cobra mucha importancia al permitir que las empresas creen modelos de organización empresarial de acuerdo con las necesidades que el mercado les genere. Las normas imperativas son el limitante más reducido de la gestión de la compañía. Un sistema de incentivos promovido por el desarrollo económico y la cultura de determinado contexto hace que el Estado no tenga que intervenir de manera permanente y rígida a través de la legislación y las políticas públicas. Esta tendencia podría visualizarse como aparece en el gráfico 3.

Gráfico 3. Tendencia al juicio comercial o de los negocios



Elaboración propia.

Se ilustra: 1) un marco obligatorio de escasa dimensión; 2) un marco voluntario que recoge gran parte del gobierno corporativo; 3) un marco mixto, como tendrían todas las tendencias, pero con mayor influencia del marco voluntario.

La actividad empresarial de Estados Unidos es especialmente representativa de esta tendencia. A su vez, dentro de este país, el derecho corporativo del estado de Delaware es la fuente más importante en la materia.¹³ En efecto, Estados Unidos cuenta con un importante mercado de capitales y con un gran número de sociedades abiertas (*publicly held corporations*).¹⁴ Las bolsas de valores establecen estrictos deberes a la sociedad en relación con su gobierno, órganos de decisión, prácticas empresariales, supervisión y control, revelación de información y

transparencia. A pesar de los costos de cumplir con todos estos requisitos, muchas empresas trabajan por ello dadas las repercusiones positivas que trae el ser una compañía listada.¹⁵

Debe resaltarse también el principio de autonomía de la voluntad, que permite la creatividad empresarial y actúa como eje central de las relaciones contractuales privadas en este contexto. En el caso de Estados Unidos, en donde el derecho societario es estatutario —tiene fuente primaria en la ley— y estatal —es competencia de los estados de la Unión legislar en materia societaria—, la legislación en torno a las distintas formas asociativas establece los elementos determinantes de cada una. Todo lo demás puede de ser autorregulado por los interesados en sus estatutos e incluso en pactos parasociales. En efecto, “existe consenso de que, en materia de sociedades comerciales, la ley de los Estados Unidos ofrece a los inversionistas amplísima libertad para estipular cualesquiera cláusulas que consideren adecuadas a sus intereses personales” (Reyes, 2013, pág. 77).

Pero si bien existe un grado importante de autonomía de la voluntad de los inversionistas

13 “The extent to which Delaware dominates the incorporation market is really quite astonishing. Fully 60 percent of *Fortune 500* companies are incorporated in Delaware. As a result, when Delaware speaks lawyers and business people listen. Its corporation statute and the cases decided by its courts are the single most important source of corporate law in this country.” (Bainbridge, 2007, pág. 21).

14 Si se observan las compañías estadounidenses listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York, la cantidad es devastadora en comparación con las de Latinoamérica u otras regiones, por ejemplo. Para consultar en detalle las empresas listadas en la Bolsa, por región, ingresar a: http://www.nyse.com/about/listed/lc_all_overview.html

15 “John Coffee investigates a similar set of issues but arrives at different conclusions. Though he does not explicitly say so, he holds that there is a normal and natural path of development for large public corporations, a path shaped by the advance of modern technological and financial environments. The Continent and Japan, in contrast to the U.S., deviated from this path. For a somewhat unclear reason, the common law legal systems provided adequate protection for small shareholders, while civil law systems, such as those in Germany and Japan, did not. It was not the U.S. that failed to follow the ‘normal’ path due to the activities of interest groups that prevented large institutions (notably banks) from controlling public corporations. The failure was on the part of other systems. The success of the U.S. is attributed to its securities regulation laws more than to its corporate laws. Asserting the normalcy and superiority of the American model of corporate governance does not guarantee success.” (Harris, 2003, pág. 690).

respecto de la manera en que regulan sus relaciones jurídicas contractuales, esta no es irrestricta. Si fuera irrestricta, los costos de agencia, muy constantes en el desempeño societario, serían incontrolables. Por esto, los profesores Theodor Baums y Kenneth E. Scott (2003), en referencia a lo señalado por Jensen y Meckling, mencionan cuatro grandes limitantes a dichos problemas: 1) Las normas jurídicas que, en un rango limitado, definen y protegen ciertos derechos de los accionistas. 2) Las facultades y deberes de la junta de directivos, como representantes electos por los accionistas. 3) El mercado para el control societario, que ofrece a los externos la oportunidad de adquirir el control y, si es necesario, cambiar la dirección de las empresas ineficientes. 4) Planes efectivos de compensación mediante incentivos.

2.1. El limitado rango de las normas jurídicas

Existe un núcleo de regulación imperativa esencial que no requiere ser tan extenso. Protege al inversionista de forma directa a través de derechos sucintamente definidos, y de forma indirecta a través del establecimiento de estrictos deberes de los administradores. Al respecto se ha hablado en la doctrina del “mercado de leyes societarias” en Estados Unidos. En la medida en que las empresas pueden seleccionar el estado en el que se quieren constituir, independientemente del lugar en donde realicen sus negocios, y dado que la regla general es que la legislación del estado de constitución es la que rige las relaciones entre actores y órganos societarios (derechos de accionistas, deberes de administradores, desempeño de asambleas y juntas

directivas, etc.),¹⁶ existe competencia entre las distintas jurisdicciones por atraer al inversionista, pues esto implica renta.¹⁷

Reyes (2003, pág. 102) ha dicho que esta competencia puede ser degradante (*race to the bottom*), o edificante (*race to the top*). La primera, valiéndose de la importancia que tiene para una empresa en este contexto el administrador y considerando su poder de decidir el estado de constitución, intenta generarle un atractivo a este dándole amplias facultades y beneficios, lo cual podría perjudicar los intereses de los inversionistas, quienes aportan el capital (Chapman, 1994).¹⁸ La segunda, en contraste, entiende que nadie querría invertir en una sociedad regida por una legislación que no lo proteja, lo cual sería inconveniente a los estados. El inversionista sencillamente preferiría que le ofrezcan garantías, al mismo tiempo que le reconozcan potestades al directivo para la gestión de su inversión en la sociedad, es decir, en un

16 Esta corresponde a la doctrina de los asuntos internos que implica que “una sociedad puede, por ejemplo, constituirse ante la Secretaría de estado de la Florida y acometer sus actividades de explotación económica en Georgia o Luisiana. En este caso, las disposiciones aplicables en relación con los derechos de los accionistas, el funcionamiento de asambleas y juntas directivas, las facultades de los representantes legales y la capacidad jurídica de la sociedad se regirán por las disposiciones de la Florida, donde la compañía se constituyó.” (Reyes, 2013, págs. 98-99).

17 “A central feature of the U.S. corporate environment is the presence of competition among jurisdictions. Companies are free to choose their state of incorporation, and they are subject to the corporate law of the state that they choose.” (Bar-Gill, Barzuza y Bebchuk, 2006, p. 1).

18 Respecto del libro *The economic structure of corporate law* by Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Chapman comenta: “There is also an interesting chapter in ‘jurisdiction shopping’ by corporations, which, under Easterbrook and Fischel’s contractual understanding of the corporation, leads to shareholders gains rather than, as in the more managerialist conception of the firm, a ‘race for the bottom’, where self-seeking out-of-control managers seek out those slack corporate codes which most benefit them.” (1994, pág. 149).

estado que le ofrezca equilibrio. De esta manera, la competencia más que degradante se ha dicho que es edificante pues, por un lado, impulsa a los estados federados a competir por la atracción de inversión a través de legislaciones equilibradas que garanticen los intereses tanto de administradores como de accionistas y, por otro, genera sofisticación y uniformidad del derecho societario (Reyes, 2013, pág. 104).

2.2. Las facultades y deberes de los administradores

Los administradores, en este contexto, alcanzan un gran poder. Los distintos estados de la Unión resultan atractivos por la flexibilidad de sus disposiciones, que además son supletivas de la voluntad de las partes, en su mayoría.¹⁹ Esta flexibilidad podría llevar a que el administrador actúe de forma oportunista en el uso de su discrecionalidad. Por esto, la jurisprudencia de Estados Unidos ha desarrollado un estándar de revisión conocido como regla de la discrecionalidad o regla de juicio de los negocios (*business judgment rule –BJR*).

La BJR parte de que, antes que el aparato jurisdiccional del Estado, son los administradores expertos quienes tienen la facultad de tomar las decisiones empresariales de manera discrecio-

nal según su propia evaluación del negocio, con la claridad, obviamente, de que deben acomodarlas al cumplimiento de sus deberes fiduciarios. De todas formas, el ajuste de sus actos a estos deberes se presume, con lo que, en caso de alegarse algún tipo de comportamiento oportunista que perjudique los intereses de los asociados o la sociedad, quien lo alegue tiene la gran carga de probar o desvirtuar la presunción. Y no podría ser de otra forma, pues el contexto competitivo en el que se desarrolla la actividad empresarial a la cabeza de los directivos, requiere asumir riesgos.

De manera precisa, la regla se concreta en que los administradores de una sociedad se cobijan por la presunción de que sus determinaciones se han ajustado a un juicio prudente, concordante con sus deberes fiduciarios (Guerrero, 2010, pág. 7). Esto implica que el administrador pueda verse libre de responsabilidad aun cuando su decisión pueda llegar a ser perjudicial para la compañía, siempre que haya cumplido sus deberes 1) de buena fe; 2) con tal cuidado, incluyendo indagaciones razonables, como lo haría una persona ordinariamente prudente en una posición igual y bajo circunstancias similares; y 3) de tal forma que efectivamente crea que con ella se busca el mejor interés de la compañía.²⁰ Con todo, si antes de que se tome alguna decisión el directivo se ha informado correcta y suficientemente, si ha actuado de buena fe y convencido de que busca el mejor interés de la compañía, si sus actuaciones no son contrarias

¹⁹ "State corporate law has become more facilitative than regulatory. Although a century ago corporate law shared many characteristics of traditional governmental regulation-prescribing the kinds of business, ownership activities, capital structures and governance rules available to incorporated firms-today it is largely enabling and facilitative. Corporate statutes, much like contracts and property law, enable by recognizing the rights and powers of the corporate participants and the corporation's legal personality. They facilitate by specifying default structures and provisions, which the parties have broad discretion to adopt and modify. Mandatory and prohibitory provisions are the exception." (Palmeter, 1991, págs. 453-454).

²⁰ *Revised Model Business Corporation Act*, sec. 8.30 (a). (American Bar Association, 1984).

a la ley o a los estatutos y si no ha actuado en conflicto de interés, los jueces no revisarán la sustancia de sus decisiones.

En el caso *Smith v. Van Gorkom*, en el contexto de operaciones de fusiones y adquisiciones, se refleja un análisis estricto de deberes fiduciarios de los administradores y se resuelve finalmente, en la segunda instancia por la Corte Suprema de Delaware, no aplicar el amparo a su discrecionalidad por la BJR. Se estableció que los administradores tienen el deber de proteger los intereses financieros de la compañía y de proceder con ojo crítico respecto de la información que se les presenta. Este fallo ha sido considerado como un punto de inflexión en la aplicación de la BJR, pues con anterioridad prácticamente existía inmunidad de los administradores frente a acciones de responsabilidad por infracción de sus deberes fiduciarios. Con esto, de cierta forma, se fortalecía la tesis de la competencia degradante antes presentada.²¹ La no aplicación del amparo de la regla a este caso particular y su modulación significaron una limitación a comportamientos oportunistas típicos de este tipo de contextos (Guerrero, 2010, págs. 8-10).

Por otro lado, vale la pena mencionar otro estándar de revisión desarrollado en la jurisprudencia de Delaware. Este corresponde al *entire fairness*, el cual es aplicado en transacciones en las que los administradores están inmersos

en conflictos de interés, situación en la que no podría aplicarse la BJR. Según este estricto estándar, la carga de la prueba no recae en el demandante sino en el demandado, esto es, el administrador, quien debe probar que su acto o determinación es justo y razonable. Se ha dicho que, respecto de la transacción que ha facilitado el administrador, este debe probar el trato o negociación justa (*fair dealing*) y el precio justo (*fair Price*) (*Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*).

Pero la jurisprudencia de Delaware ha extendido también los deberes fiduciarios a los accionistas controlantes. En efecto, aunque sus participaciones no son muy altas en las sociedades de capital disperso, estas pueden ser suficientes para ejercer influencia determinante en las compañías. En el caso *Grobow v. Perot*, por ejemplo, puede verse el poder y la influencia del accionista controlante de General Motors, quien tenía el 0,8% de participación social.

De otra parte, en el caso *Kahn v. Lynch Communication*, la Corte Suprema de Delaware afirmó la existencia de deberes fiduciarios de un accionista, que si bien no detentaba la participación mayoritaria en acciones, sí tenía la suficiente para ejercer control sobre la compañía pues, entre otros, había elegido cinco de los once administradores. La Corte afirmó que un accionista tenía deberes fiduciarios respecto de la sociedad y de sus demás accionistas, siempre que detentara una mayoría accionaria o, que sin ella, lograra ejercer control. También se analizó que muchas veces, así los minoritarios hayan votado positivamente, existe una coerción cla-

21 “*Smith v. Van Gorkom* arguably was the most important corporate law decision of the 20th century. The supreme court of a state widely criticized for allegedly leading the race to the bottom held that directors who make an uninformed decision are unprotected by the business judgment rule and, accordingly, face substantial personal liability exposure.” (Bainbridge, 2008, pág. 1).

ra en ellos, y es que temen a la retaliación que puede tomar el controlante (detener el reparto de dividendos, o realizar una fusión que los excluya a cambio de dinero (*cash-out merger*), por un precio bajo). Por tanto, así existan comités independiente de revisión, las Cortes deberían analizar cada situación y podrían, incluso, aplicar a los controlantes el *entire fairness*.

Toda esta jurisprudencia se ha desarrollado a partir de los deberes fiduciarios. Además, hay que tener en cuenta que en Estados Unidos la American Bar Association expide leyes modelo de sociedades, las cuales han sido efectivamente adoptadas por los estados de la Unión y, en el caso de las sociedades de capital, por ejemplo, la Nueva Ley Tipo de Sociedades de Capital (*Revised Model Business Corporation Act*) en su sección 8.30 establece y desarrolla sucintamente los deberes fiduciarios de los administradores, que sirven de modelo a la legislación de los estados.

2.3. El mercado para el control societario

Otra de las formas a través de las cuales se disciplina la conducta de los administradores es por medio de los estímulos que genera el mercado para el control societario, esto es, aquel en el que los administradores compiten por hacerse al control directivo de las empresas (Jensen y Ruback, 1983, pág. 2). Este mercado promueve la protección del inversionista,²² así como la ges-

tión leal y eficiente de la empresa, pues si hay una junta directiva que la administra de forma oportunista,²³ un efecto probable puede ser la depreciación de la acción, lo que se convierte en carnada para que potenciales compradores se animen a adquirir la empresa por este bajo valor. Si la junta directiva se opone, la oferta de adquisición se vuelve hostil (*hostile takeover*), y puede llegar al punto de que el potencial comprador decida entrar a negociar directamente con los accionistas la venta de la acción (*tender offer*), sin la interferencia de los administradores ineficientes. Así las cosas, el temor de estos últimos a ser removidos una vez la empresa que administraban pase a otras manos, es una presión constante para que esta se administre correctamente.

Pero también hay ocasiones en las que la acción se deprecia por cuestiones inmanejables no atribuibles a una mala gestión, como cuando cae la demanda del producto que se negocia, cuando los precios de las materias primas aumentan desproporcionadamente o cuando se presentan crisis financieras. En estas situaciones no sería reprochable que los administradores sean acti-

emerge in this market, just as consumer sovereignty emerges in competitive markets generally?" (McChesney, 2000, pág. 249).

²² "The market for corporate control is really to be understood in consumer-protection terms, with "consumers" in that market being shareholders. (...) Manne noted, the corporate control needed to undertake such machinations is subject to market forces. And if markets ordinarily operate reasonably competitively, would not shareholder sovereignty

²³ "The corporate opportunity doctrine ("cod") is a common law doctrine that limits a corporate fiduciary's ability to pursue new business prospects individually without first offering them to the corporation. Conflicts over allocation of corporate opportunities constitute particularly thorny questions in corporate law, since the parties' respective interests are not merely misaligned, but are rather in profound contradiction to one another. In addition, cod conflicts are likely in situations where two or more firms share common officers and/or directors, and particularly within the parent-subsidiary context. Formally, the doctrine is a subspecies of the fiduciary duty of loyalty, and it has been a mainstay in the corporate precedents of virtually every state for well over a century (notwithstanding the existence of several doctrines that similarly restrict the appropriation of corporate property by fiduciaries)." (Talley y Hashmall, 2001, pág. 1).

²² "The market for corporate control is really to be understood in consumer-protection terms, with "consumers" in that market being shareholders. (...) Manne noted, the corporate control needed to undertake such machinations is subject to market forces. And if markets ordinarily operate reasonably competitively, would not shareholder sovereignty

vos en la defensa de la empresa ante posibles ofertas de adquisición perjudiciales para esta, pues la crisis no es atribuible a su conducta y podría manejarse.

El caso *Air Products and Chemicals v. Airgas* es representativo de esta situación. Airgas había sido golpeada por la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos y, por tanto, su acción había perdido mucho valor. A pesar de la situación, sus administradores creían firmemente que se trataba de una situación manejable y que la acción podía volver a recuperarse, razón por la cual siempre se opusieron a la oferta de Air Products y ejercieron medidas defensivas. Air Products demandó a Airgas y a su junta directiva por el incumplimiento de sus deberes fiduciarios y porque debieron haber dejado al arbitrio de los accionistas la decisión de si querían o no vender sus acciones, en lugar de ejecutar medidas defensivas (*poison pills*). La Corte de Delaware desestimó las pretensiones de los demandantes luego de utilizar el estándar de revisión Unocal, según el cual, si se presenta una oferta de estas es posible que los administradores se opongan o persuadan a los accionistas, siempre que: 1) tengan fundamentos razonables para creer que la oferta constituye un peligro para la compañía, para lo cual deben probar la existencia de una amenaza cognoscible; 2) la acción que la junta emprende en contra de la amenaza, sea proporcional a esta.

2.4. Planes efectivos de compensación mediante incentivos

Además de los anteriores estímulos, se ha hablado en la doctrina de que:

Los programas de compensación, según la Teoría de la Agencia, deben ser diseñados para motivar a los directivos a seleccionar e implementar acciones que incrementen la riqueza de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Este mecanismo correctivo consiste en la introducción de una serie de incentivos en los sistemas de compensación, al objeto de garantizar en la medida que sea posible, su alineamiento con los intereses del accionariado. Por tanto, la característica fundamental de este sistema debería ser el establecimiento de un vínculo positivo entre los resultados empresariales y la retribución directiva, siendo múltiples las alternativas posibles para definir esta conexión: bonificaciones salariales dependientes de los beneficios, recompensas diferidas, revisión del sueldo, opciones sobre acciones de la empresa, planes de pensiones, planes de jubilación alternativos, etc. Evidentemente, la respuesta de los directivos a los programas de compensación va a depender no sólo de si los incentivos son los adecuados sino también de si los mismos están estructurados apropiadamente. (Palacín-Sánchez, 2002, pág. 16).

La creación de estos estímulos, sin embargo, está muchas veces en manos de los mismos directivos, lo que puede dar lugar al oportunismo. Así sucedió, por ejemplo, con las opciones de acciones, que implicaron que con la reforma a los tributos durante la presidencia de Bill Clinton en 1994, los directivos decidieran pagarse su salario en dinero hasta el mínimo que no era

objeto de deducciones, y el resto con opciones que estaban exentas de esto (Bainbridge, 2007, pág. 18).

Por último, es necesario mencionar que a pesar de que la legislación societaria en Estados Unidos ha tratado de ser laxa, con los escándalos más o menos recientes de principios de siglo en materia de fraude y oportunismo por parte de los directivos de grandes empresas, la legislación federal tuvo que manifestarse y ser impositiva con ciertos aspectos. Se trató de una realidad que exigió mayor intervención del Estado Federal. En julio de 2002, el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley de Reforma a la Contabilidad Pública y Protección al Inversionista (*Public Accounting Reform and Investor Protection Act*), más conocida como Sarbanes-Oxley Act –sox (Bainbridge, 2007, pág. 1). Esta fue una respuesta a un problema claro de gobierno corporativo, que implicó la falta de control ante una serie de escándalos protagonizados por el fraude de administradores, contadores y auditores —y hasta accionistas dominantes— que trabajando juntos lograron disfrazar cuentas, presentar estados financieros inexactos, revelar información falsa y manipularla aprovechándose de sus facultades, obtener beneficios privados derivados de su control e influencia en las empresas, etc. Stephen Bainbridge (2007, pág. 13) hace un estudio importante sobre sox, y se refiere al escándalo de Enron como un punto de partida interesante.

3. Modelo de autoejecución (*self-enforcing model*)

Este modelo ha sido planteado como una solución óptima para los problemas a los que se enfrenta el derecho corporativo de los países en vía de desarrollo con economías emergentes. Originalmente fue pensado para Rusia, sin perjuicio de que, a juicio de sus autores, pudiese ser apto para cualquier economía emergente (Nikulin, 1997, pág. 354). La justificación es que en las economías emergentes no funcionaría un modelo permisivo, pues en ellas no hay cultura de obediencia ni un mercado de capitales desarrollado que supla la flexibilidad que caracteriza tal modelo. Y tampoco funcionaría un modelo prohibitivo, pues la inflexibilidad de las prohibiciones y el nivel detallado de patrones de conducta por la ley o los estatutos, no llegan siquiera a ser efectivos a través de una interpretación judicial creativa, ya que en estas economías no hay jueces académicos ni responsables. El modelo apto en estos contextos sería entonces uno intermedio de autoejecución.

Los autores de este modelo, Bernard S. Black y Reiner H. Kraakman (1996), hacen la siguiente advertencia:

Llamamos a nuestro modelo ‘self-enforcing’. Esta frase es un pequeño intento para capturar las líneas principales de nuestro modelo, incluyendo nuestros esfuerzos para reducir al mínimo la dependencia de la intervención oficial. Pero nuestro modelo no es puramente de ‘autocomplimiento’ como el derecho corporativo puramente ‘voluntario’ de Delaware, ni es puramente ‘prohibitivo’ como el modelo que

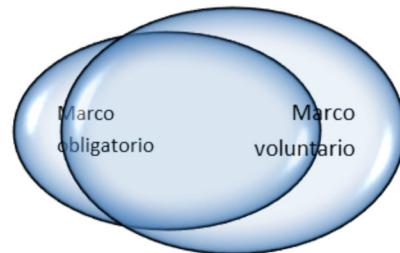
caracterizó el derecho corporativo americano hace un siglo. Nosotros tan solo podemos reducir, más no evitar en su totalidad, la necesidad de la intervención oficial (pág. 1918).

Según sus autores, las características generales de este modelo²⁴ que predica que las ganancias que se derivan de la obediencia exceden las ganancias que provienen de la violación, serían entonces la cooperación entre accionistas, la cultura de obediencia, la negociación y renegociación del conflicto y de las sanciones, el derecho de voto, la participación directa de los actores, las reglas claras (*bright-line rules*), las sanciones y recursos legales fuertes sobre la mesa, la existencia de administradores independientes y la confianza de los accionistas en las garantías y procedimientos internos, lo que al generar legitimidad contribuye a la cultura de obediencia necesaria para permitir la gobernabilidad corporativa. Asimismo, existen algunas características específicas (Black y Kraakman, 2006, págs. 1943-1970) que se concretan en las reglas de votación como una acción-un voto, el voto confidencial, el sufragio universal, el voto acumulativo, los votos supermayoritarios, el derecho de voto, los denominados *appraisal rights* y los derechos transaccionales.

De acuerdo con lo anterior, este modelo propende por un núcleo básico regulatorio no tan

grande y detallado como el de la tendencia intervencionista, pero tampoco de un tamaño tan reducido como en la tendencia al juicio comercial. Así, podría representarse como se observa en el gráfico 4:

Gráfico 4. Tendencia/modelo de autoejecución



Elaboración propia.

Se ilustra: 1) un marco obligatorio, si bien de escasa dimensión, no tan pequeño como en la tendencia al juicio comercial, pues el Estado sí interviene de forma determinante cuando las prácticas disuasivas y represivas internas no funcionan; 2) un marco voluntario que influye en la mayor parte del gobierno corporativo, pues lo que el modelo patrocina es precisamente la autorregulación. 3) un marco mixto, de una dimensión importante, con dominancia del voluntario. Todo esto exalta su más importante postulado, cual es que:

En vez de tener un derecho corporativo como la herramienta central para motivar a los administradores y accionistas mayoritarios a trabajar por el mejor interés de la compañía y no por el propio, es mejor el desarrollo de una combinación de límites de mercado y culturales. (Black y Kraakman, 2007, pág. 1943).

Ahora bien, el alcance de este modelo en la práctica no es tan claro. Como bien lo resume

²⁴ Black y Kraakman resumen así las características generales del modelo: "(i) enforcement by direct participants such as shareholders than indirect participants such as judges, (ii) greater protection of outside shareholders than is common in developed economies, (iii) reliance on procedural protections such as transaction approval by independent shareholders rather than on flat prohibitions, (iv) bright-line rules, and (v) strong legal remedies on paper to compensate for the low possibility that the sanction will be realized." (1996, p. 1916).

Petri Mäntysaari (2012, pág. 119), estos son los problemas que conlleva este modelo:

- Gestión o manejo de las relaciones internas de agencia. Esta es la clave del problema, ya que la fijación de metas es hecha internamente por miembros de la organización.
- Fijación de metas u objetivos. Esta fijación es hecha internamente, lo que genera problemas, porque los miembros de la organización pueden tener incentivos para favorecer sus propios intereses.
- Monitoreo. Como hay un mínimo nivel de confianza en el monitoreo externo, aumenta el problema de quién monitorea al monitor.
- Coordinación. El modelo no es sostenible a menos que haya suficiente coordinación de actividades, pero puede haber muy poca coordinación en la medida en que los miembros de la organización prefieren guardar más discreción.
- El papel de las normas obligatorias. Las leyes deben usarse para influenciar el comportamiento. Muchos de los modelos de gobierno corporativo requieren de la existencia de leyes en general (por ejemplo, las leyes corporativas que permiten la existencia de las sociedades) y de leyes en particular (por ejemplo, gran parte del *German Aktiengesetz*, las *UK Listing Rules* y la *US Sarbanes-Oxley Act*). Sin embargo, la aplicación de normas jurídicas externas puede ser costosa, en la medida en que no se puede estar seguro del resultado y, junto con la exposición al riesgo legal, la regla que se aplica no siempre es la que beneficia a la empresa.

III. ABUSO DEL DERECHO EN EL CONTEXTO SOCIETARIO COLOMBIANO

El derecho societario colombiano ha estado dominantemente marcado por una tendencia de gobierno intervencionista, impositiva, rígida, inflexible e importantemente ligada a las figuras societarias tradicionales. Esta tendencia, en todo caso, no fue desvirtuada por completo con la introducción legislativa en 2008 de la sociedad por acciones simplificada (sas). Es parte de nuestra propia tradición, caracterizada por la existencia de un mercado de capitales poco desarrollado, preponderancia de sociedades medianas y pequeñas, alta inclinación por las sociedades cerradas y de familia, entre otras. Esto explica la propensión al oportunismo del mayoritario respecto del minoritario, comportamientos abusivos que se acompañan de problemas de acción colectiva, falta de cultura corporativa y organizacional, corrupción y ánimos ventajosos. Se trata de nuestro contexto, el cual haría inviable la adopción de esquemas completamente flexibles, guiados por la libertad económica y el juicio comercial.

Por esto, en Colombia pesa mucho el intervencionismo estatal en materia societaria. La intervención del Estado se materializa a través de la disposición legislativa concreta y detallada de pautas de comportamiento, derechos y deberes de los distintos agentes, sanciones al incumplimiento, reglas no dispositivas en materia de funcionamiento de órganos sociales, derechos de voto, reglas para la relación de intercambio

en operaciones que implican reformas estatutarias complejas, derecho de retiro, acciones judiciales a disposición de los agentes, entre otras. Además, el Estado interviene directamente en la resolución de las controversias que llegan a instancias judiciales.

A. Marco obligatorio: núcleo regulatorio básico en materia de abuso del derecho

En Colombia el gobierno corporativo proviene, principalmente, de la ley. Es decir, el marco obligatorio adquiere mayor dimensión que el voluntario y el enfoque es hacia la protección del minoritario. Una forma de controlar la propensión al oportunismo del mayoritario es por medio de la previsión de la figura del abuso del derecho. Esta figura ha sido entonces uno de varios aspectos dentro de las relaciones económicas privadas que, por su manifestación en la práctica, ha generado argumentos para defender la idea de que se necesita la intervención del Estado en la definición de reglas y en la verificación de su cumplimiento. Dicha tarea es, sin duda alguna, la generación de gobierno corporativo con tendencia proteccionista y de juicio estatal respecto del abuso del derecho y el oportunismo, importantes generadores de conflictos societarios.

1. Normas generales: la Constitución Política y el Código de Comercio

La figura del abuso del derecho en abstracto tiene en Colombia, incluso, fundamento constitucional. Así, el artículo 95 de la Constitución Política establece que “son deberes de la persona y del ciudadano: 1. Respetar los derechos ajenos

y no abusar de los propios”. Esta prohibición se sustenta, según la misma Carta, en que el ejercicio de los derechos propios no es absoluto e irrestricto, pues implica responsabilidades.²⁵

De otra parte, el artículo 830 del Código de Comercio (CCo.) establece: “El que abuse de sus derechos estará obligado a indemnizar los perjuicios que cause”. Como se aprecia, esta disposición es tan amplia que deja a la discreción del juez la determinación de que existe una actuación abusiva, como lo ha reconocido la Corte Suprema de Justicia (Civil, 1 abr. 2003, J. Santos). Respecto de los asuntos societarios en los que la aludida disposición era el único referente, no se tenía certeza siquiera sobre los supuestos configuradores de abuso, lo cual podría explicar la escasa frecuencia con que se acudía a una figura de indiscutible importancia en este campo. En efecto, podría pensarse que la falta de precisión sobre los supuestos que daban lugar a una actuación abusiva influía en la desconfianza sobre las probabilidades de éxito de una eventual demanda.

Lo frecuente era entonces que se acudiera a otras figuras que sí tenían regulación concreta, como la impugnación de decisiones sociales (artículo 190 del CCo.), la nulidad de decisiones por causa u objeto ilícitos (artículo 899 del CCo.), la responsabilidad de los administradores, quienes podían coincidir con el mayoritario, y los conflictos de interés (artículo 23 de la Ley

25 La jurisprudencia en Colombia se ha referido al abuso del derecho que subyace del art. 95 de la Constitución, como un principio fundamental de todo el ordenamiento jurídico que hace imperioso el ejercicio razonable de los derechos (CConst., T-511/93, E. Cifuentes).

222 de 1995), entre otras. El siguiente pasaje del laudo arbitral del 29 de noviembre de 2005, de la Cámara de Comercio de Bogotá (ccb) ilustra esta situación:

Sirva esta breve reseña para recordar que, más allá de diferencias puntuales que se observan en la doctrina y en las distintas legislaciones, ‘El régimen de impugnación de los Acuerdos sociales (...) constituye la pieza cardinal de las garantías a favor de los socios minoritarios, del interés de la sociedad y de la legalidad de los acuerdos y (...) es un límite bastante eficaz para frenar la tendencia al abuso de su poder que caracteriza a todas las mayorías’.²⁶

2. Norma particular e incipiente: la Ley 222 de 1995

De manera breve, el literal a) del artículo 84 de la Ley 222 de 1995 establece que están sometidas a vigilancia por la Superintendencia de Sociedades las compañías que incurran en “abusos de sus órganos de dirección, administración o fiscalización, que impliquen desconocimiento de los derechos de los asociados o violación grave o reiterada de las normas legales o estatutarias”. Esta disposición, como bien se observa, hizo una referencia expresa al abuso por parte de los órganos sociales, sea el de dirección, administración o fiscalización. Dicha facultad de la Superintendencia, sin embargo, era hasta ese momento únicamente administrativa y no jurisdiccional.

²⁶ Caso Germán Alfonso y Cía Ltda. y otros v. Dataflux S. A. de C.V. y Genetec S. A. de C.V. Árbitros: Pilar Salazar Camacho, Bernardo Herrera Molina y Florencia Lozano Revéiz.

3. Normas específicas: las leyes 1258 de 2008, 1450 de 2011 y 1564 de 2012

La Ley 1258 de 2008, que introdujo la SAS en el ordenamiento jurídico colombiano, se refirió por primera vez en su art. 43 al abuso del derecho en sociedades, a sus supuestos configuradores y a las modalidades de abuso de mayoría, minoría y paridad:

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 un tercero 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.

La falta de disposición específica sobre la figura en materia societaria, su generalidad bajo el artículo 830 del Código de Comercio y el recurrente comportamiento abusivo de los agentes, llevó al legislador a regular el abuso del derecho de voto, que además tenía importantes desarrollos en el derecho extranjero. Según Reyes Villamizar, el aludido artículo 830 resultaba insuficiente

te para resolver los conflictos societarios por dos circunstancias específicas: 1) los problemas de la jurisdicción ordinaria y de los tribunales de arbitraje, cuya usual lentitud entorpecía la aplicación de la teoría del abuso, en especial, por dificultades en la apreciación de las pruebas; y 2) la consideración según la cual el abuso del derecho tan solo daba lugar a una indemnización de perjuicios (2013d, pág. 135).

Este artículo sí establece que el abuso del derecho de voto ocurre cuando: 1) se tiene el propósito de causar daño a la compañía u otros accionistas; 2) se tiene el propósito de obtener ventaja injustificada para sí o para un tercero; 3) se genere un perjuicio para la compañía u otros accionistas. Además, prevé la consecuencia particular: responsabilidad por los daños ocasionados, sin perjuicio de que la Superintendencia de Sociedades, en ejercicio de facultades jurisdiccionales, declare la nulidad absoluta de la determinación abusiva. Naturalmente, le corresponderá al juez determinar cuándo una situación configura alguno de estos supuestos (Gil, 2012, págs. 55 y 56).

Con todo, la inclusión de este nuevo tipo societario a través de la Ley 1258 de 2008 es un gran avance, pues, como lo expresa su precursor, “obedece a una regulación moderna, que combina facetas del Derecho anglosajón con caracteres propios de la tradición romano-germánica” (Reyes, 2013c, párr. 1). Esto es de apreciable importancia para este trabajo, pues se trata de la integración de elementos propios de la tendencia de gobierno corporativo caracterizada por el juicio comercial y la flexibilidad, con la ten-

dencia más inclinada al proteccionismo estatal y su amplia intervención en la actividad empresarial. Es una ley que concede un importante lugar a la autonomía de la voluntad (art. 45) y comprende varias normas supletivas,²⁷ al tiempo que prevé otras de orden público que no admiten estipulación en contrario,²⁸ como aquellas relacionadas con el abuso del derecho de voto. En definitiva, la novedad de esta regulación se fundamenta en los principios de: 1) autonomía de la voluntad; 2) menor intervención estatal; 3) eliminación de formalidades; 4) adecuación a las circunstancias socioeconómicas del país (Duque, 2010, pág. 79).

Para seguir en este recuento normativo, posteriormente se expidió el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 o Ley 1450 de 2011, que en su artículo 252 estableció que las facultades jurisdiccionales de la Superintendencia de Sociedades, de conformidad con el artículo 44 de la Ley 1258 de 2008, procedían respecto de todas las sociedades sujetas a su supervisión. Dicho artículo 44 se refería, a su vez, al artículo 43 de la misma ley sobre abuso del derecho. Por esto, la propia Superintendencia, en ejercicio de sus fa-

27 “Hoy aparece la Ley 1258 de 2008 por medio de la cual se crea la Sociedad por Acciones Simplificada (S.A.S.), figura asociativa híbrida que combina amplísimas posibilidades de estipulación contractual, pues su componente normativo imperativo es mínimo, por lo que lo que allí se regula es puramente supletorio de la voluntad de las partes.” (Arcila, 2009, p. 3)

28 “La idea que subyace, entonces, a la incorporación de las sociedades anónimas simplificadas dentro del ordenamiento jurídico colombiano no es otra que la de acoger una tendencia que ha venido rigiendo a nivel mundial en el derecho societario contemporáneo, consistente en permitir un mayor campo de acción a la autonomía de la voluntad de quienes hacen uso de estas figuras jurídicas en el desarrollo de sus actividades, buscando en todo caso guardar un equilibrio con ciertas normas de orden público que permitan el control y supervisión por parte de los entes de control del Estado.” (Baena, 2009, pág. 119).

cultades jurisdiccionales, invocó el mencionado artículo 252 como un posible fundamento para aplicar el artículo 43 de la Ley 1258 a una sociedad anónima (Superintendencia de Sociedades, sentencia 27 feb. 2014, J. M. Mendoza). En todo caso, dentro de las sociedades sometidas a supervisión de esta entidad no existe restricción por tipo societario, por lo que podría considerarse la posibilidad de controvertir el ejercicio del derecho de voto por abuso de mayoría, minoría o paridad en los demás tipos de sociedades. Además, en esa misma oportunidad la Superintendencia expresó que, de todas formas, el artículo 24 del Código General del Proceso se había referido a sus facultades jurisdiccionales para conocer de acciones de abuso del derecho de voto “sin limitación alguna por el tipo societario” (Superintendencia de Sociedades, sentencia 27 feb. 2014, J. M. Mendoza).

Con esta referencia al Código General del Proceso (CGP) o Ley 1564 de 2012, es importante comentar lo que sobre abuso del derecho de voto trajo este nuevo estatuto procesal. Así, el literal E del numeral 5 del artículo 24 estableció:

La Superintendencia de Sociedades tendrá facultades jurisdiccionales en materia societaria, referidas a:

- e) La declaratoria de nulidad absoluta de la determinación adoptada en abuso del derecho por ilicitud del objeto y la de indemnización de perjuicios, en los casos de abuso de mayoría, como en los de minoría y de paridad, cuando los accionistas no ejerzan su derecho a voto en interés de la compañía con el propósito de causar daño a la compañía o a otros accionistas o

de obtener para sí o para un tercero ventaja injustificada, así como aquel voto del que pueda resultar un perjuicio para la compañía o para los otros accionistas.

Los supuestos que se manejan en esta disposición son los mismos que se prevén en la Ley 1258 de 2008, pero con posible aplicación a tipos sociales distintos de las SAS.

4. En relación con sociedades abiertas: la Ley 964 de 2005

La Ley 964 de 2005 es el marco legal para el funcionamiento del mercado de valores en Colombia. Dentro de este mercado solo pueden ser sociedades inscritas las anónimas.

Esta ley contiene algunas disposiciones importantes dirigidas a proteger a los accionistas, pues al tratarse de sociedades mucho más visibles que las cerradas y cuyo factor reputacional cobra apreciable relevancia en estos mercados, no es conveniente que se caractericen por patrocinar el abuso y el oportunismo. Dentro de varias disposiciones protecciónistas en este sentido se encuentran, por ejemplo, las previstas en los artículos 41, 44, 45, 50 y 53.

De otra parte, el artículo 141 de la Ley 446 de 1998 establece:

Cualquier número de accionistas de una sociedad que participe en el mercado público de valores que represente una cantidad de acciones no superior al diez por ciento (10%) de las acciones en circulación y que no tenga representación dentro de la administración de una so-

ciudad, podrá acudir ante la Superintendencia de Valores (*Financiera*) cuando considere que sus derechos hayan sido lesionados directa o indirectamente por las decisiones de la Asamblea General de Accionistas o de la Junta Directiva o representantes legales de la sociedad.

Estas disposiciones constituyen, sin duda, generación de gobierno corporativo en el marco de sociedades abiertas, parámetros que también podrían adoptar de manera voluntaria las sociedades cerradas no sujetas a este régimen.

B. Desarrollo jurisprudencial del abuso del derecho

El desarrollo jurisprudencial del abuso del derecho en sociedades ha sido muy pobre en Colombia. Esto obedece a que, como ya se afirmó, bajo el artículo 830 era poco común que se activara la jurisdicción para que definiera controversias sobre este particular. Antes de entrar a considerar casos específicos, debe aludirse, necesariamente, a la connotación constitucional que se le ha dado al asunto. En efecto, la Corte Constitucional ha establecido que los accionistas minoritarios no son sujetos de especial protección constitucional, ya que, de un lado, no pertenecen a una categoría vulnerable y, de otro, los derechos y atribuciones inherentes al aporte económico y a la participación social son conocidos antes de decidir asociarse (C-707/2005, J. Córdoba).

A continuación se hará referencia a algunos casos representativos conforme a las tres categorías mencionadas: abuso de mayoría, minoría y paridad. Con esto se reafirmará que el abuso

del derecho en el contexto societario colombiano es protagonizado por grupos o bloques de accionistas visibles, precisamente porque las sociedades tienden a la concentración de capital. Según se aprecia en los casos que se van a citar, inicialmente las controversias se resolvían a la luz del artículo 830 del Código de Comercio y, posteriormente, de los artículos 43 de la Ley 1258 de 2008 y 24 del CGP, gracias a un razonamiento mucho más sofisticado luego de la atribución de facultades jurisdiccionales a la Superintendencia de Sociedades.

1. Abuso de mayoría

Existen múltiples modalidades de abuso de la mayoría en el ejercicio del voto. De hecho, es el tipo de abuso que con mayor frecuencia se presenta debido a la importancia de la regla de la mayoría y el principio de democracia societaria.

El abuso de las mayorías —se ha señalado— existe cuando se produce la ruptura de la igualdad entre todos los accionistas, pero es necesario además que se la haya provocado intencionalmente (elemento subjetivo) y la intención culpable existirá cuando se tenga conciencia de obtener una ventaja personal directamente o por persona interpuesta. Hay abuso de derecho en las decisiones de las asambleas en las sociedades cuando la mayoría responde a un interés personal y, a consecuencia de su voto, la decisión persigue ese interés en perjuicio del interés social o de los demás socios (Varón, Alberto Víctor, *Sociedades Comerciales*, comentario al art. 251). (*Di Lernia, Osvaldo v. Clínica Estrada S. A.*).

En relación con la típica capitalización abusiva con dilución de la participación social del minoritario, podría aludirse al caso *Guillermo Mejía Rengifo contra Lucila Acosta Bermúdez y otros*. En este caso el demandante, como socio minoritario de la sociedad Alfonso Mejía Serna e Hijos Ltda., tenía una participación del 5.77% del capital. Sin embargo, a la muerte de su madre, el control de la compañía pasó a manos de la nueva esposa de su padre y de los hijos de estos dos. Ocasionalmente, en una reunión de la junta de socios de la que el demandante tuvo que retirarse, se aprobó un aumento de capital de \$2.600.000 a \$43.600.000, con lo que su participación se disminuyó al 0.34%. El Tribunal encontró suficientes indicios que apuntaban a una capitalización abusiva aprobada por los controlantes, ya que, de un lado, no existía motivación sobre la necesidad de aumentar el capital y, de otro, la operación se había aprobado con violación del derecho de preferencia (ccb, Laudo arbitral 17 mar. 2004).

Otra forma de abuso puede ser la presión a los minoritarios respecto de la venta de sus participaciones por un valor mucho menor al comercial. Se trata de que la mayoría, en provecho de su poder decisorio así como de su manipulación de la administración, promueve el maquillaje de los estados financieros para hacer aparecer ante los minoritarios una situación de crisis que les genere pánico y los lleve a decidir que es el momento de vender a los controlantes su participación social antes de que dicho valor baje más. Ejemplo de ello es el caso *Gustavo Adolfo Vives Mejía contra Satexco S. A., Elvara Limited y otros*, en donde se presionó al demandante

a vender sus 228.628 acciones al valor irrisorio de \$680 por acción, cuando a la época de enajenación su valor era de \$2.037. Al probarse la mala fe de los demandados, la Corte declaró que Satexco S. A. debía “reparar el perjuicio que por abuso del derecho irrogó a los demandantes, tasado él en la diferencia entre estos valores, pues allí se materializa el postulado de la reparación integral” (csj Civil, 1 abr. 2003, J. Santos).

Por otra parte, es importante también mencionar el caso *Germán Alfonso y Cía. Ltda. contra Dataflux S. A. y Genetec S. A.* (ccb, Laudo arbitral 29 nov. 2005), el cual comprende actuaciones como manipulación de estados financieros, influencia abusiva de la mayoría en la junta directiva, reuniones de junta en lugares alejados del domicilio del minoritario y operaciones celebradas en conflicto de interés, entre otras. En este caso se ilustra que los demandados o controlantes de Makro Cómputo S. A., con ayuda de la junta directiva, habían incluido valores no causados en los estados financieros y habían creado provisiones de cartera excesivas supuestamente para cubrirlos. Se habían rehusado a acceder a la propuesta de los minoritarios de llevar a cabo las reuniones de junta directiva en Bogotá y, por el contrario, las siguieron celebrando en México, a donde el único miembro minoritario no podía asistir. Se había celebrado un contrato de asistencia técnica con Dataflux S. A., es decir, el mayoritario, en claro conflicto de interés, entre otros.

De igual forma, sobre la influencia del mayoritario en la junta directiva, es pertinente citar el caso

Elio Sala Ceriani contra Química Amtex S.A. (2 oct. 2007). En este, el Tribunal de Arbitramento de la CCB señaló que los comportamientos abusivos en detrimento de los intereses del demandante le habían ocasionado serios perjuicios, además del:

Rompimiento de las estructuras corporativas, produciendo, entre otros efectos, que la administración, que debería estar normalmente dedicada a la preservación y promoción del interés social y al de los accionistas como un todo, se haya puesto al servicio de los intereses de Ite Corporation Limited y Manuel de Bernardi, participando de manera activa en la promoción y concreción de las conductas abusivas. (Citado en Bejarano, 2010, pág. 183).

Hasta este punto, estos pronunciamientos, en lo que al abuso del derecho se refieren, utilizaron como fundamento el artículo 830 y fueron proferidos por la jurisdicción ordinaria o por tribunales de arbitramento. Los que se mencionarán a continuación muestran un evidente contraste con los anteriores, ya que, de un lado, se basan en el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008 y 24 del CGP y, de otro, involucran un organismo técnico y especializado en la materia, vale decir, la Superintendencia de Sociedades en ejercicio de facultades jurisdiccionales a través de la Delegatura para Procedimientos Mercantiles.²⁹

En el caso *Serviucis S. A. S. contra Nueva Clínica Sagrado Corazón S. A. S.*, la Superintendencia de Sociedades estudia la exclusión abusiva

de la junta directiva, por decisión unánime del bloque controlante, del único miembro minoritario de esta, con la intención premeditada de apartarlo del acceso directo a la información sobre las operaciones de la empresa. En este caso, por primera vez, se hace un estudio juicioso sobre los elementos que configuran el abuso del derecho de voto y se sienta precedente en la materia gracias a un razonamiento técnico y especializado de la aludida Delegatura. Así, en sentencia del 19 de diciembre de 2013 se estableció que primero debía examinarse si la decisión tuvo la virtualidad de causar un perjuicio o promover una ventaja injustificada a favor del bloque controlante (efectos de la remoción), para después analizarse si se ejerció el derecho de voto con esta intención dañina (apartar a la demandante de la administración de los negocios e impedirle el acceso a información estratégica). Es decir, debía examinarse la situación a la luz de un elemento objetivo y otro subjetivo requeridos por el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008. Sobre el primer elemento, el Despacho halló configurado el daño, y estableció que muchas veces la participación de un accionista minoritario en la junta directiva es un importante mecanismo para la defensa de sus intereses. A su turno, para determinar el elemento subjetivo, se hizo referencia a la configuración de indicios, como la existencia de un conflicto intrasocietario entre las partes. Con todo, al verificarse cada uno de estos elementos, el Despacho resolvió finalmente declarar la nulidad absoluta de la decisión de remover a Serviucis S.A. de la junta directiva de Nueva Clínica Sagrado Corazón S.A.S.

29 “Desde su creación, en julio de 2012, la Delegatura de Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades administra un foro especializado para la resolución de conflictos empresariales.” (Superintendencia de Sociedades, 2014, pág. iii).

En este caso, además, se hicieron algunas afirmaciones muy importantes para este trabajo, como que el Despacho no solía interferir en los asuntos internos de una compañía, salvo situaciones de ilegalidad, abuso del derecho o conflicto de interés. Esta es una visión distinta en el derecho societario colombiano, o por lo menos llama la atención. Intenta ser más laxa, pero tampoco entrega todo al libre desarrollo económico. Tiene claro que las particularidades del contexto corporativo en nuestro país no permitirían importar totalmente un modelo como el de Estados Unidos. Es decir, es una intervención tan ecuánime, que se justifica únicamente cuando existen circunstancias que rompen el equilibrio entre intereses, con la virtualidad de incurrir en oportunismo.

Posteriormente se han proferido otros importantes pronunciamientos de este mismo nivel sobre el abuso del derecho de voto. Así, en el caso *Capital Airports Holding Company contra CAH Colombia S. A.*, la Superintendencia de Sociedades en sentencia del 27 de febrero de 2014 se refirió al abuso en reuniones por derecho propio, consistente en la aprobación de emisión de acciones sin sujeción al derecho de preferencia por parte del bloque minoritario en ejercicio transitorio del poder mayoritario (capitalización con efectos de dilución en la participación del mayoritario), y expulsión del accionista mayoritario de la junta directiva en medio de un conflicto intrasocietario. En este caso, sin embargo, no prosperaron las pretensiones de la demandante por defectos procesales, pues el fundamento de la nulidad de la decisión controvertida no fue precisamente el abuso del derecho, sino una

desafortunada causa ilícita que, además, no fue probada contundentemente.

Por último, vale la pena hacer referencia al caso *Isabel Cristina Sánchez contra Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito S. A. S. y otros*, sobre la decisión abusiva de no repartir utilidades durante dos años seguidos en el marco de un conflicto intrasocietario. En este caso la Superintendencia de Sociedades, para analizar los elementos configuradores de abuso del derecho de voto, hizo importantes aportes sobre la retención de utilidades en sociedades cerradas. Manifestó que en las sociedades abiertas los jueces no suelen intervenir en la política de repartición de dividendos, pues si se determina que no se repartirán, el inversionista puede ver el retorno de su inversión a través de otros medios, como el aumento en el valor de la acción gracias al nuevo negocio que emprende la compañía con esos dineros. Y si decide que no le conviene la transacción puede fácilmente libertarse de su participación vendiéndola en el mercado de valores. Por el contrario, en las sociedades cerradas, propias de Colombia, es común que algunos accionistas —los mayoritarios— ocupen cargos en la administración y, en consecuencia, no les afecte la no repartición de utilidades, pues reciben en todo caso sus salarios como directivos. Así, cuando la situación es esta última, se ha llegado al consenso de que se requiere un examen cuidadoso de la situación por parte del juez.

Finalmente, la Superintendencia declaró la nulidad absoluta de las decisiones controvertidas por abuso, ordenó a los demandados aprobar la

repartición de las utilidades dentro del mes siguiente y estableció que, en caso de no hacerlo, se les condenaría al pago de perjuicios (sentencia 18 jul. 2014).

2. Abuso de minoría

Esta corresponde a la segunda modalidad de abuso del derecho de voto introducida en Colombia por el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008. Recientemente (8 de mayo de 2015), la Superintendencia de Sociedades profirió un importante pronunciamiento sobre abuso de minoría. Se trata del caso *Alienergy S. A. contra Álvaro José Márquez y otro* (sentencia n.º 800-50). En la demanda se controvertía el ejercicio abusivo del derecho de voto del demandado, quien, con su participación del 40%, se había opuesto a la realización de un proceso de emisión primaria de acciones en la compañía demandante, el cual requería del 81% según lo previsto en los estatutos sociales.

En la sentencia se afirmó que el derecho de voto, que puede presentarse con ocasión de mayorías calificadas legales o estatutarias, es uno de los principales mecanismos de protección de los minoritarios y permite contrarrestar los problemas de agencia entre estos y los mayoritarios. Lo anterior, toda vez que, ante la imposibilidad del mayoritario de adoptar decisiones sin la anuencia de los minoritarios, estos últimos logran participar en la gestión de los negocios de la compañía y controlar las rentas derivadas de los beneficios privados de los mayoritarios. Sin embargo, con referencia al derecho comparado, se expresó que el voto puede también ejercerse

de forma abusiva:

Aunque es claro que los derechos de voto cumplen la importante función económica de resguardar los intereses de los accionistas minoritarios, se ha reconocido también la posibilidad de que esta prerrogativa sea usada abusivamente. Cuando se emplea el voto en forma desleal —por ejemplo, como un simple instrumento de coerción para extraer, de parte del controlante, concesiones financieras exorbitantes— pueden producirse resultados manifiestamente injustos. De ahí que en los regímenes societarios contemporáneos suelan censurarse los intentos de la minoría por usar el voto en detrimento de la compañía o los demás asociados. En Francia, por ejemplo, puede invocarse la figura del abuso de minoría (*abus de minorité*) en aquellos casos en los que un accionista bloquee una operación con el fin de obtener un provecho económico a expensas del interés social. Sin embargo, para que pueda predicarse un abuso de minoría, algunas cortes francesas exigen que la operación obstaculizada sea de especial trascendencia para la gestión de los negocios de la compañía. En los Estados Unidos, por su parte, el uso oportunista del derecho de voto ha sido entendido como una violación de los deberes fiduciarios que el minoritario le debe tanto al controlante como a la sociedad. Es posible entonces que el minoritario actúe en contra de sus deberes cuando emplea el voto para extorsionar a los demás asociados, con miras a lucrarse personalmente.

Con fundamento en lo expuesto, y con los mismos elementos de análisis del abuso de la mayoría —un asociado minoritario actuará en forma abusiva cuando se valga del voto para ocasionar un daño u obtener una ventaja injustificada

da—, el Despacho encontró que el demandado no había ejercido abusivamente su voto. En efecto, las razones que lo llevaron a oponerse a la capitalización propuesta fueron la falta de información suficiente y la consideración según la cual la medida no guardaba relación con los requerimientos de una autoridad ambiental.

Por lo demás, debe señalarse que como cuando se ejerce abusivamente el derecho de voto no se logra adoptar finalmente ninguna decisión que se pueda declarar nula, la solución más inmediata es la indemnización de perjuicios. Sin embargo, como se verá en el siguiente caso sobre abuso de paridad en donde se plantea la misma dificultad, la Superintendencia adoptó una creativa decisión.

3. Abuso de paridad

Esta modalidad de abuso, también propia de sociedades de capital concentrado, implica que no es posible adoptar alguna decisión en vista de que existen bloques paritarios que no votan en el mismo sentido. Para esto, es indispensable hacer alusión al caso *Jovalco S. A. S. contra Construcciones Orbi S. A.*, en el cual se solicitó a la Superintendencia de Sociedades “la nulidad del acto de voto” emitido por la demandada que, con su participación del 50% del capital, se ha opuesto, entre otras determinaciones, a aprobar que se inicie una acción social de responsabilidad en contra de una representante legal. En este caso, el Despacho estableció:

La tercera modalidad de abuso del derecho de voto contemplada en el artículo 43 de la Ley

1258 se presenta en sociedades en las que el capital está distribuido simétricamente entre dos bloques accionarios. En estas hipótesis, ninguno de los grupos contará con suficientes votos para configurar una mayoría decisoria en el máximo órgano social. Ello quiere decir que cada bloque tendrá un derecho de voto respecto de todas las propuestas sometidas a consideración de la asamblea o junta de socios. La actuación abusiva se produce cuando un asociado se vale de la posibilidad de obstruir la toma de decisiones, con el propósito de causar un daño u obtener una ventaja injustificada. El abuso de paridad se asemeja entonces al abuso de minoría, en la medida en que, en ambas hipótesis, un asociado emplea en forma malintencionada su derecho de voto. (Sentencia n.º 800-54, 15 may. 2015).

Así, el Despacho estableció que podría haber abuso del derecho si uno de los bloques paritarios se opone a que se inicie acción social de responsabilidad en contra de algún administrador, para encubrir sus actuaciones irregulares o proteger la desviación de recursos hacia dicho asociado o bloque. Con base en lo anterior, y en vista de la estrecha relación entre la demandada y la representante legal que se pretendía remover, el Despacho encontró que no existía razón para no aprobar la acción social de responsabilidad en su contra, cuando existían méritos para ello. Por esto, consideró que existía abuso de paridad.

Ahora bien, respecto de la sanción, en vista de que no había en realidad decisión alguna adoptada, el Despacho formuló algunas consideraciones traídas del derecho comparado:

Según explica Merle, las cortes francesas se han mostrado renuentes a dar por aprobadas aquellas decisiones que fueron bloqueadas por un voto abusivo. En particular, la Corte de Casación de ese país ha sido enfática en que los jueces no pueden inmiscuirse en la esfera interna de las compañías hasta tal punto que ‘impongan una decisión que sólo puede ser tomada por los órganos sociales’. De ahí que la solución preferida por la citada Corporación consista en enviar un mandatario para que, durante una nueva reunión del máximo órgano convocada por vía judicial, represente forzosamente al asociado que abusó de su derecho de voto.

Además, planteó la dificultad en este caso particular, toda vez que ni siquiera se había solicitado la indemnización de perjuicios. Así, decidió acudir a la solución propuesta por la demandante en las pretensiones, consistente en declarar la nulidad del voto emitido en abuso del derecho.

IV. CONCLUSIONES

Se pudo constatar a lo largo de este trabajo que el contexto y las circunstancias particulares de cada país están directamente relacionadas con las prácticas abusivas predominantes y, por supuesto, con el esquema de gobierno corporativo al que se tienda. Inciden diversos factores como el nivel de desarrollo económico, la fortaleza del mercado de capitales, la predominancia de sociedades de capital disperso y concentrado, el nivel de inversión, el sistema de incentivos, la cultura cooperativa y corporativa, entre otros. Estos factores, en efecto, inciden en que el tratamiento del abuso del derecho sea distinto en un contexto y en otro.

En países como España, caracterizados por el débil desarrollo de sus mercados de capitales, predominancia de sociedades cerradas y de capital concentrado, poca cultura cooperativa y corporativa, se observó que la práctica predominante de abuso es por la mayoría y que, por tanto, se activa la necesidad de que el Estado intervenga con intensidad en la previsión y represión de estas conductas a través de la legislación.

En Estados Unidos, en contraste, existen otros factores que inciden de manera más profunda en la conducta de los agentes que una intervención oficial represiva. El desarrollo del mercado de capitales, el sistema de incentivos generado por ese mismo mercado, la predominancia de sociedades abiertas de capital disperso, el convencimiento de que es más conveniente para todos competir sanamente tanto a nivel interno como externo, la cultura cooperativa y corporativa, entre otros, generan una persuasión determinante para los agentes, particularmente para los administradores. Estos factores, en el mismo sentido, inciden en que el tratamiento a las conductas abusivas no encuentre fundamento primario en las normas jurídicas, que son cortas, claras y contundentes. Pero además, son dispositivas, lo que significa que la autonomía de la voluntad juega un rol clave en el señalamiento de las reglas de desempeño del ente societario. El manejo empresarial es entonces tan flexible, precisamente porque existen otros factores influyentes en la conducta de los agentes y en la prevención y castigo del oportunismo.

Todas estas formas de tratamiento a asuntos empresariales son precisamente gobierno cor-

porativo, cuyas fórmulas pueden provenir de las mismas empresas que las establecen voluntariamente en sus estatutos o códigos, así como del Estado a través de la regulación oficial en materia societaria. Ambas constituyen una interesante combinación para contrarrestar los distintos problemas de acción colectiva que se presentan en las sociedades, entre ellos, el abuso. Como se mencionaba al principio de este trabajo, unas buenas prácticas de gobierno corporativo incentivan la administración adecuada de las sociedades, disminuyen la existencia de conflictos de intereses y mitigan los efectos de los que se presenten, mejoran la capacidad de toma de decisiones, evitan los costos de supervisión externa e interna frente al cumplimiento de obligaciones y, en general, mejoran la confianza inversionista y permiten un desarrollo ordenado y exitoso de la actividad empresarial.

Según Paul Krugman, Robin Wells y Martha Olney (2008), la tendencia de los mercados es hacia el equilibrio. Las interacciones y el intercambio constante entre individuos, que se presentan en cualquier escenario posible y por razones claras en el ente societario, implican que las personas permanentemente están haciendo elecciones que afectan a su paso las elecciones de los demás (págs. 11-13). Las elecciones de los individuos, por naturaleza inherente, tienden a estar determinadas por el interés propio. Cuando un individuo persigue su interés personal y con esto puede, al mismo tiempo, generar buenos resultados para la sociedad en su conjunto, se dice que está actuando la “mano invisible de la economía” que necesariamente la lleva a un equilibrio (pág. 3). Sin embargo, “a veces, en lu-

gar de promover el interés de la sociedad en su conjunto, la búsqueda del propio interés puede empeorar la situación. Cuando esto ocurre, se produce el fenómeno conocido como fallo del mercado” (pág. 3). Desde este punto de vista, el abuso del derecho podría ser precisamente una manifestación de una falla del mercado.

En relación con Colombia, puede decirse que el comportamiento abusivo relacionado con el ejercicio de derecho de voto que se presenta con mayor frecuencia, parece ser aquel que proviene del poder del mayoritario o controlante. Cuando no es así, en todo caso, el abuso del derecho es protagonizado por bloques visibles de asociados, o por uno solo de ellos ya sea paritario o minoritario. Con claridad, esto se debe a la caracterización de las sociedades de capital concentrado que es predominante en nuestro país.

Ahora bien, con fundamento en lo expuesto en el último capítulo de este trabajo, fue claramente apreciable el contraste entre el razonamiento de la jurisdicción ordinaria y los tribunales de arbitramento en torno a la figura del abuso del derecho, respecto de los recientes pronunciamientos de la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades. Sin duda alguna, esta entidad se ha encargado en los últimos dos años de sentar los más importantes precedentes sobre la materia en Colombia.

Con estas facultades jurisdiccionales atribuidas a la entidad, los usuarios del servicio público de justicia pueden ahora contar con elementos

que contribuyen a un cierto grado de precisión sobre las probabilidades de éxito de un litigio. Esto ha generado confianza en la definición de controversias a través de un organismo técnico que profiere, de forma expedita, los más importantes pronunciamientos en materia societaria. Lo anterior permite, a su turno, comprender la importancia de que existan jueces académicos y juiciosos en la resolución de controversias.

Por lo demás, vale la pena mencionar que, a la luz de la tendencia de gobierno corporativo de juicio estatal, definitivamente se requería del avance legislativo sobre la previsión de la figura del abuso del derecho en materia societaria. Sin duda alguna, esta regulación específica constituye un compromiso impositivo por parte del legislador con la generación de gobierno corporativo en las empresas colombianas. Esto también ha permitido que el Estado intervenga con ejecución judicial forzosa de obligaciones e imposición de sanciones a través de la Superintendencia. Con todo, dos variables que jalonan la generación de gobierno corporativo en Colombia son: 1) la disposición normativa detallada de parámetros de conducta para que esta se ajuste a la ley y a las buenas costumbres; 2) la disposición de mecanismos que efectivicen el derecho consagrado en la norma, ya sea por medio de su potestad sancionatoria o a través de la disposición de acciones judiciales que tienen desenlace en la sentencia de un juez (ahora especializado) que dirime de fondo la controversia.

Referencias

1. *Air Products and Chemicals, Inc., v. Airgas, Inc.* Corte de Cancillería de Delaware, 16 A.3d 48 (Del. Ch., 2011). Dover, 2011 (febrero 15, 2011).
2. American Bar Association. (1984). Revised Model Business Corporation Act, Chicago: Autor.
3. Anand, A. I. (2006). An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: Structures post-Sarbanes-Oxley. *Delaware Journal of Corporate Law*, 31(1), 229-252.
4. Arcila Salazar, C. A. (2009). Sociedad por acciones simplificada. Revist@ e-Mercatoria 8(1), 1-44. Obtenido de emercatoria: <http://www.emercatoria.edu.co/PAGINAS/VOLUMEN8/PDF01/sociedad.pdf>.
5. Baena Cárdenas, L. G. (2009). Lecciones de derecho mercantil. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
6. Bainbridge, S. M. (2007). The complete guide to Sarbanes-Oxley: Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business. Avon, Massachusetts: Adams Business.
7. Bainbridge, S. M. (May 12, 2008). Smith v. Van Gorkom. Law and Economics Research Paper Series, UCLA School of Law, (08-13). Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=1130972>

8. Banco Interamericano de Desarrollo y Bolsa de Valores de Colombia. (2009). Guía colombiana del mercado de valores. Convenio Colombia Capital “Desarrollo de elementos informativos sobre el mercado de capitales”. Obtenido de governance consultants: <http://www.governanceconsultants.com/wp-content/uploads/2013/05/Cartilla-BVC-GOBIERNO-CORPORATIVO.pdf>
9. Bar-Gill, O., Barzuza, M. y Bebchuk, L. A. (2006). The Market for Corporate Law. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 162(377), 134-172. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=275452>
10. Baums, T. y Scott, K. E. (2003). Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany. *American Journal of Comparative Law*, 53(17). Obtenido de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185
11. Bejarano Guzmán, R. (2010). La jurisprudencia arbitral en Colombia (t. V). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
12. Berglöf, E. y Burkart, M. (2003). European takeover regulation. *Economic Policy*, 173-213. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=405660>.
13. Berle, A. A. y Means, G. C. (2009). The modern corporation and private property. New Brunswick: Transaction Publishers. Obtenido de books.google: <http://books.google.com.co/books?id=mLdLHhqxUb4C&printsec=frontcover&hl=es#v=onepage&q=control&f=false>
14. Black, B. S. y Kraakman, R. H. (1996). A self enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review*, 109(8), 1911-1982. Obtenido de: <http://www.usdrinc.com/downloads/A-Self-Enforcing-Model.pdf>
15. Bolgar, V. (1975). Abuse of rights in France, Germany, and Switzerland: A survey of a recent chapter in legal doctrine. *Louisiana Law Review*, 35(5), 1015-1058.
16. Chapman, B. (1994). Book review: The economic structure of corporate law by Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel. *Canadian Business Law Journal*, 23, 145. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=1152313>.
17. Coffee, J. C. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641-708.
18. Cámara de Comercio de Bogotá. Tribunal de Arbitramento, Laudo arbitral (17, marzo, 2004), caso Guillermo Mejía Rengifo v. Lucila Acosta Bermúdez, Alfonso Mejía Serna e Hijos Ltda. Árbitros: Fernando Silva García, Florencia Lozano Revéiz y Francisco Reyes Villamizar.

19. Cámara de Comercio de Bogotá. Tribunal de Arbitramento, Laudo arbitral (29, noviembre, 2005). Caso German Alfonso y Cía Ltda. y otros v. Dataflux S. A. de C. V. y Genetec S. A. de C. V. Árbitros: Pilar Salazar Camacho, Bernardo Herrera Molina y Florencia Lozano Revéiz.
20. Cámara de Comercio de Bogotá. Tribunal de Arbitramento, Laudo arbitral (2 de octubre de 2007). Caso Elio Sala Ceriani v. Química Amtex S. A. Árbitros: Luis Fernando Muñoz, Luis Alfredo Barragán y Juan Guillermo Sánchez.
21. Colombia. Congreso de la República. Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. Diciembre 20 de 1995. DO n.º 42156.
22. Colombia. Congreso de la República. Ley 446 de 1998. Por la cual se adoptan como legislación permanente algunas normas del Decreto 2651 de 1991, se modifican algunas del Código de Procedimiento Civil, se derogan otras de la Ley 23 de 1991 y del Decreto 2279 de 1989, se modifican y expedien normas del Código Contencioso Administrativo y se dictan otras disposiciones sobre descongestión, eficiencia y acceso a la justicia. Julio 7 de 1998. DO n.º 43335.
23. Colombia. Congreso de la República. Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Julio 8 de 2005. DO n.º 45963.
24. Colombia. Congreso de la República. Ley 1450 de 2011. Por la cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014. Junio 16 de 2011. DO n.º 48102.
25. Colombia. Congreso de la República. Ley 1564 de 2012. Por medio de la cual se expide el Código General del Proceso y se dictan otras disposiciones. Julio 12 de 2012. DO n.º 48489.
26. Colombia. Corte Constitucional. Sentencia T-511 (M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz; noviembre 8 de 1993).
27. Colombia. Corte Constitucional. Sentencia C-707 de 2005 (M. P.: Jaime Córdoba Triviño; julio 6 de 2005).
28. Colombia. Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Expediente n.º 6499 (M. P.: Jorge Santos Ballesteros; abril 1 de 2003).
29. Colombia. Presidencia de la República. Código de Comercio (Decreto 410 de 27 de marzo de 1971).
30. Constituyente. (1991). Constitución Política de Colombia.

31. Cuif, P.-F. (2007). El conflicto de intereses. Ensayo sobre la determinación de un principio jurídico en derecho privado. *Revista de Derecho Privado*, (12-13), 55-93. Obtenido de uexternado: <http://portal.uexternado.edu.co/pdf/revistaDerechoPrivado/rdp12-13/pierre-FrancoisCuif.pdf>
32. Delvasto Perdomo, C. A. (2007). La representación legal de las sociedades comerciales en Colombia y el problema de principal y agente. Soluciones. *Criterio Jurídico* 1(7), 295-322. Obtenido de revistas: <http://revistas.javerianacali.edu.co/index.php/criterio-juridico/article/view/283/1079>
33. Demirgüç-Kunt, A. y Levine, R. (1995). Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 291-321. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=620513>
34. Di Lernia, Osvaldo v. Clínica Estrada S. A. Corte Suprema de la Provincia de Buenos Aires. Sentencia n.º AyS 1994 III (2 agosto 1994). P.: Elías Homero Laborde. Disponible en: www.vlex.com.
35. Duque Herrera, M. V. (2010). Derecho societario en Colombia, Ley 1258 de 2008 – sociedad por acciones simplificada. *Estudios en Derecho y Gobierno*, 10(2), Obtenido de portalweb.ucatolica: http://portalweb.ucatolica.edu.co/easyWeb2/files/54_10658_ley-1258-de-2008-.pdf
36. España. Jefatura del Estado. Ley 26 de 2003.
37. España. Juzgado Mercantil de Toledo, Sección 1. Sentencia n.º 5 (M. P.: Emilio Buceta Miller; 14 enero 2013).
38. España. Ministerio de Gracia y de Justicia. Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. BOE núm. 289 de 16/10/85.
39. España. Ministerio de Gracia y Justicia. Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
40. España. Ministerio de la Presidencia. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
41. Gil Echeverry, J. H. (2012). Impugnación de decisiones societarias. Bogotá: Legis Editores.
42. Goldstein, E. y Hamilton, R. (1984). The Revised Model Business Corporation Act. *The Business Lawyer*, 38(3), 1019-1029
43. Gómez Pomar, F. y Sáez Lacave, M. I. (2007). La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una opa: mecanismos privados frente a públicos. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*. Obtenido de dialnet: <http://dialnet.unirioja.es>.

44. Grobow v. Perot. Corte Suprema de Delaware, 539 A.2d 180 (Del., 1988). Dover, 1988 (marzo 15, 1998).
45. Guerrero Trevijano, C. (2010). La business judgment rule en los procesos de M&A. Madrid: Universidad Complutense. Obtenido de eprints: http://eprints.ucm.es/11914/1/E-PRINT_La_BJR_en_los_procesos_de_MA2.pdf
46. Hansmann, H. y Kraakman, R. H. (2004). Agency Problems and Legal Strategies. En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda y E. Rock, *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. New Haven: Oxford University Press. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=616003>
47. Harris, R. (2003). The uses of history in law and economics. *Theoretical Inquires Law*, 4(2). Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=454501>
48. Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=94043>
49. Jensen, M. C. y Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=244158>
50. Josserand, L. (1946). *El espíritu de los derechos y su relatividad*. México, D. F.: Editorial José M. Cajicá.
51. Josserand, L. (1982). *El abuso del derecho y otros ensayos*. Bogotá: Editorial Temis.
52. Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. Corte Suprema de Delaware, 638 A.2d 1110 (Del., 1994). Dover, 1994.
53. Krugman, P., Wells, R. y Olney, M. L. (2008). *Fundamentos de economía*. Barcelona: Reverte, 2008.
54. Lefort, F. y Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=1664074>
55. Mäntysaari, P. (2012). *Organising the firm. Theories of Commercial Law, Corporate Governance and Corporate Law*. Finlandia: Springer. Obtenido de: <http://books.google.com.co/books?id=XRdb3knQaOEC&pg=PA118&lpg=PA118&dq=self+enforcing+mode+I+of+corporate+law&source=bl&ots=0VzmIOHMry&sig=pCpJqzE8m3ZR630FaoeAAcTL6E&hl=es&sa=X&ei=51b2U4z3CKLgsASw4oDwAw&ved=0CE8Q6AEwBQ#v=onepage&q=self%20enforcing%20model%20of%20corporate%20law&f=false>

56. McChesney, F. S. (2000). Manne, mergers and the market for corporate control. *Case Western Reserve Law Review*, 50(2), 245-252. www.heinonline.org
57. Mercuro, N. y Medema, S. G. (2006). Economics and the law (Segunda ed.). Princeton: Princeton University Press.
58. Navarro, L. (2010). Propuesta de flexibilización del derecho societario español ante los nuevos retos de la Unión Europea. *Revista Digital Facultad de Derecho*, (3), 231-265. Obtenido de Dialnet: <http://dialnet.unirioja.es>
59. New York Stock Exchange [NYSE]. (s. f.). Rules (Legacy) (Rules 475-477). Obtenido de Nyse: http://nyserules.nyse.com/nysetools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_7&manual=/nyse/rules/nyse-rules/
60. Nikulin, Y. V., (1997). The new self-enforcing model of corporate law: Myth or reality? *Journal of International Law and Practice*, 6. Obtenido de HeinOnline: <http://heinonline.org>.
61. Ordoqui, G. (2010). Abuso de derecho. Bogotá: Grupo Editorial Ibáñez.
62. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [ocde]. (2004). 'White paper' sobre gobierno corporativo en América Latina. Obtenido de oecd: <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>
63. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos e International Finance Corporation. (2010). Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo. Capitalizando sobre una década de progreso. Washington, D.C.: Organisation for Economic Co-operation and Development/International Finance Corporation. Obtenido de ifc.org: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/70561a8048a7e66ca67fe76060ad5911/Revista%2BCastellano.pdf?MOD=AJPERES>
64. Palacín-Sánchez, M. J. (2002). El gobierno de empresas: mecanismos de control interno y mecanismos de control externo. Obtenido de personal.us.es: <http://personal.us.es/marpalsan/ESIC.pdf>.
65. Palmeter, A. R. (1991). The cts gambit: Standing the federalization of corporate law. *Washington University Law Review*, 69(2), 451-564. Obtenido de openscholarship: http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1897&context=law_lawreview
66. Posner, E. A. (2000). Agency models in law and economics. Chicago Working Paper in Law and Economics. Obtenido de Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=204872>.
67. Posner, R. A. (2007). El análisis económico del derecho (Séptima ed.). México, D. F.: Fondo de la Cultura Económica.

68. Puelma, A. L. (2002). Conflictos de intereses en las sociedades. *Revista Chilena de Derecho*, 29(1), 47-93. Disponible en Documents: file:///C:/Documents%20and%20Settings/Maria%20Victoria/Mis%20documentos/Downloads/Dialnet-ConflictodelInteresesEnLasSociedades-2650235.pdf
69. Rachagan, S. (2007). Controlling shareholders and corporate governance in Malaysia: Would the self-enforcing model protect minority shareholders? *Corporate Governance Law Review*, 3(1), 1-55.
70. Reyes Villamizar, F. (2008). Corporate governance in Latin America: A functional analysis. *Inter-American Law Review*, 39, 207-268. Obtenido de: <http://repository.law.miami.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1054&context=umialr>
71. Reyes Villamizar, F. (2013a). Análisis económico del derecho societario (Segunda ed.). Bogotá: Legis Editores.
72. Reyes Villamizar, F. (2013b). Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea (Cuarta ed.). Bogotá: Legis Editores.
73. Reyes Villamizar, F. (2013c). La SAS colombiana, en plena expansión internacional. Obtenido de ambitojuridico.com: http://www.ambitojuridico.com/BancoConocimiento/N/noti-noti140227-10la_sas_colombiana_en_plena_expansion_internacional/noti-noti140227-10la_sas_colombiana_en_plena_expansion_internacional.asp?print=1
74. Reyes Villamizar, F. (2013d). SAS. La sociedad por acciones simplificada (Tercera ed.). Bogotá: Legis Editores.
75. Smith v. Van Gorkom. Corte Suprema de Delaware, 488 A.2d 858. Dover, 1985 (enero 29, 1985).
76. Sociedades Bolívar S. A. (2011). Tendencias de gobierno corporativo a nivel internacional. Obtenido de sociedadesbolivar: <http://www.sociedadesbolivar.com/wps/wcm/connect/3bbd6321-7159-4b01-8127-67ebe757728a/tendencias+gobierno+corporativo.PDF?MOD=AJPERES>
77. Superintendencia de Sociedades. Sentencia (19 diciembre 2013), proceso n.º 2012-801-052. Caso Serviucis S. A. S. v. Nueva Clínica Sagrado Corazón S. A. S. Superintendente delegado: José Miguel Mendoza.
78. Superintendencia de Sociedades. (2014). Jurisprudencia Societaria (t. I). Bogotá: Autor.
79. Superintendencia de Sociedades. Sentencia (27 febrero 2014), proceso n.º 2012-801-029. Caso Capital Airports Holding Company v. CAH Colombia S. A. Superintendente delegado: José Miguel Mendoza.
80. Superintendencia de Sociedades. Sentencia (18 julio 2014), proceso n.º 2012-801-061. Caso Isabel Cristina Sánchez Beltrán v. Centro Integral de Atención del Infraactor de Trán-

- sito S. A. S., Jeny Marcela Cardona y Juan Carlos Cardona. Superintendente delegado: José Miguel Mendoza.
81. Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-50 (8 mayo 2015), proceso n.º 2013-801-157. Caso Alienergy S. A. contra Álvaro José Márquez y Gestión Orgánica GEO S. A. S. E. S. P. Superintendente delegado: José Miguel Mendoza.
82. Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-54 (15 mayo 2015), proceso n.º 2014-801-166. Caso Jovalco S. A. S. contra Construcciones Orbi S. A. Superintendente delegado: José Miguel Mendoza.
83. Superintendencia Financiera. (2007). Circular externa 028 de 2007. “Código de mejores prácticas corporativas”. Obtenido de superfinanciera: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>
84. Superintendencia Financiera. (2008). Conceptos básicos del mercado de valores. Obtenido de superfinanciera: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf>
85. Talley, E. y Hashmall, M. (2001). The corporate opportunity doctrine. Obtenido de weblaw: <http://weblaw.usc.edu/why/academics/cle/icc/assets/docs/articles/iccfinal.pdf>
86. Universidad EAFIT. (Septiembre 21 de 2007). Mercado de capitales. Boletín 63. Obtenido de eafit: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/Boletin%2063%20Mercado%20de%20capitales.pdf>