



Revista de Derecho Privado

E-ISSN: 1909-7794

mv.pena235@uniandes.edu.co

Universidad de Los Andes

Colombia

Londoño - González, Sergio

Administrador blindado, juez amordazado: ¿se justifica adoptar la business judgment rule
en el ordenamiento jurídico colombiano?

Revista de Derecho Privado, núm. 55, enero-junio, 2016, pp. 1-38

Universidad de Los Andes

Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360046467001>

- ▶ 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



ADMINISTRADOR BLINDADO, JUEZ AMORDAZADO: ¿SE JUSTIFICA ADOPTAR LA BUSINESS JUDGMENT RULE EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO COLOMBIANO?

SERGIO LONDOÑO-GONZÁLEZ

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.55.2016.06>

**Universidad de los Andes
Facultad de Derecho
Rev. derecho priv. No. 55
enero - junio de 2016. e-ISSN 1909-7794**

Administrador blindado, juez amordazado: ¿se justifica adoptar la *business judgment rule* en el ordenamiento jurídico colombiano?

Resumen

El régimen de responsabilidad de administradores es uno de los aspectos que se pretendían modificar en el proyecto de reforma societaria que cursaba en el Congreso colombiano. Particularmente, el Proyecto de Ley 70 de 2015 (Cámara) proponía introducir la *business judgment rule*, de origen estadounidense. Esta regla establecería estándares de responsabilidad más laxos para los administradores sociales y prohibiría a los jueces revisar sus decisiones empresariales, siempre y cuando se cumplieran determinadas condiciones. En este artículo explico la evolución histórica, el alcance, los debates y las justificaciones que han rodeado a la *business judgment rule* en Estados Unidos, su país de origen. Adicionalmente, analizo si se justifica su importación al contexto colombiano y formulo propuestas para un trasplante más exitoso.

Palabras clave: *business judgment rule*, deferencia al criterio empresarial, *business judgment doctrine*, doctrina de la abstención judicial, reforma al régimen societario, Colombia, responsabilidad de administradores sociales, sociedades cerradas, sociedades abiertas.

Shield the Director and Shackle the Judge: The Adoption of the *Business Judgment Rule* in Colombian Law

Abstract

Director and manager liability is one of the elements that the *Corporate Law Reform Project*, presented to the Colombian Congress, intended to modify. Bill Number 70/2015 (Chamber of Representatives) planned to import the American *business judgment rule*. This rule would introduce a more lenient standard of liability for directors and a doctrine of judicial deference towards business decisions, insofar as certain conditions are met. This article explains the rule's origin, evolution, scope, shortcomings and justifications in the United States, its country of origin. Furthermore, the article analyses if transplanting the rule to the Colombian context is justified, and sets forth suggestions that might allow for a successful importation.

Keywords: *business judgment rule*, *business judgment doctrine*, corporate law reform, Colombia, liability of corporate managers and directors, close corporations, private corporations, closely held corporations, public corporations, open corporations, widely held corporations.

Administrador blindado, juiz amordaçado: se justifica adotar a *business judgment rule* no ordenamento jurídico colombiano?

Resumo

O regime de responsabilidade de administradores é um dos aspectos que se pretendiam modificar no projeto de reforma societária que cursava no Congresso colombiano. Particularmente, o Projeto de Lei 70 de 2015 (Câmara) propunha introduzir a *business judgment rule*, de origem estadunidense. Esta regra estabeleceria padrões de responsabilidade mais laxos para os administradores sociais e proibiria os juízes de revisar suas decisões empresariais, sempre e quando se cumprissem determinadas condições. Neste artigo explico a evolução histórica, o alcance, os debates e as justificações que têm rodeado a *business judgment rule* nos Estados Unidos, seu país de origem. Adicionalmente, analiso se se justifica sua importação ao contexto colombiano e formulo propostas para um transplante mais bem-sucedido.

Palavras-chave: *business judgment rule*, deferência ao critério empresarial, *business judgment doctrine*, doutrina da abstenção judicial, reforma do regime societário, Colômbia, responsabilidade de administradores sociais, sociedades fechadas, sociedades abertas.

Administrador blindado, juez amordazado: ¿se justifica adoptar la *business judgment rule* en el ordenamiento jurídico colombiano?*

SERGIO LONDOÑO-GONZÁLEZ**

SUMARIO

Introducción – I. ORIGEN, ALCANCE Y FUNDAMENTOS DE LA BUSINESS JUDGMENT RULE – A. Origen y evolución – B. Alcance – 1. Definición – 2. Contenido: ¿estándar de responsabilidad o doctrina de la abstención? – 3. Naturaleza: ¿excepción o presunción? – C. Fundamentos – 1. Sesgo retrospectivo – 2. Incompetencia judicial – 3. Aversión al riesgo – 4. Garantía para potenciales administradores cualificados – 5. Mercados que disciplinan y protegen – II. ¿SE JUSTIFICA TRASPLANTAR LA BUSINESS JUDGMENT RULE A COLOMBIA? – A. El sistema societario colombiano – B. La deferencia al criterio empresarial de los administradores en el proyecto de reforma al régimen societario colombiano – 1. Consagración y justificación – 2. Contenido y naturaleza de la regla en Colombia: ¿se resuelven los debates? – C. Ejercicio del tamiz: ¿se sostienen los fundamentos de la regla en el contexto colombiano? – 1. Sesgo retrospectivo – 2. Incompetencia judicial – 3. Aversión al riesgo – 4. Garantía para potenciales administradores cualificados – 5. Mercados que disciplinan y protegen – III. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS PARA LA ADOPCIÓN DE LA REGLA – A. Resultados del filtrado y propuesta principal – B. Propuestas subsidiarias – 1. Zanjar discusiones – 2. Disponer en lugar de imponer – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Londoño-González, S. (Junio, 2016). Administrador blindado, juez amordazado: ¿se justifica adoptar la *business judgment rule* en el ordenamiento jurídico colombiano? *Revista de Derecho Privado*, (55). Universidad de los Andes (Colombia). <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.55.2016.06>

** Abogado Summa Cum Laude de la Universidad de los Andes. Correo: sergio.londono.gonzalez@gmail.com

Introducción

El 13 de agosto de 2015 se publicó en la *Gaceta del Congreso* el Proyecto de Ley 70 (Cámara). Se trataba de una propuesta de reforma al régimen societario colombiano que, según Francisco Reyes Villamizar (2015b), resultó del estudio de tendencias recientes en derecho comparado. El proyecto, que fue retirado el 5 de abril de 2016, buscaba importar varias instituciones extranjeras en materia societaria que habrían probado ser exitosas en sus jurisdicciones de origen (Reyes, 2015b, pp. 6-8). La propuesta introducía la regla de “deferencia al criterio empresarial de los administradores”. Esta institución era precisamente uno de aquellos trasplantes: la llamada regla del buen juicio empresarial (*business judgment rule*), de procedencia anglosajona, que alivia el estándar de responsabilidad de los administradores y prohíbe a los jueces revisar sus decisiones empresariales siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones (Álvarez-Correa, 2015, p. 20).

Aprovechando la coyuntura legislativa descrita, en el presente artículo me propongo analizar si se justificaba introducir la regla del buen juicio de negocios en el ordenamiento jurídico colombiano. El texto seguirá este esquema: en la primera parte explicaré los orígenes, el alcance y los fundamentos de la *business judgment rule* a la luz del derecho de Estados Unidos, lugar donde nació la institución y donde se ha desarrollado y estudiado ampliamente. Esta parte será entonces eminentemente descriptiva; como la regla que se estudiará es ajena a nues-

tra tradición jurídica, vale la pena explicarla en detalle. En la segunda parte analizaré desde una perspectiva crítica si se justifica introducir la *business judgment rule* en el ordenamiento colombiano. Para lograrlo describiré las características del contexto societario colombiano y a la luz de dichas particularidades pondré a prueba los fundamentos de la regla expuestos en la primera sección. Dicho de otro modo, examinaré si las justificaciones que han servido para defender la regla en Estados Unidos son igualmente aplicables y válidas en el caso colombiano. En la tercera y última parte concluiré que debería evitarse la adopción de la regla por no ser justificable en el contexto colombiano. De manera subsidiaria plantearé algunas propuestas que podrían contribuir a un trasplante más exitoso de la *business judgment rule*.

Si bien, como ya lo dije, el Proyecto de Ley 70 (Cámara) fue retirado del Congreso colombiano, no ha desaparecido la posibilidad de que se introduzca en nuestro país la regla del buen juicio empresarial. En primer lugar, nada impide que en un futuro se presenten nuevas iniciativas legislativas que pretendan adoptarla. Más importante aún, ya existe una posibilidad concreta de que se introduzca definitivamente en nuestro ordenamiento. En efecto, la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades ha empezado a sentar precedente en el que, a partir de una interpretación de la legislación vigente, introduce en nuestro ordenamiento algunos elementos de la *business judgment rule* (Aldemar Tarazona c. Alexander Ilich León Rodríguez, 2013; Capital Airports Holding Company c.

CAH Colombia S.A., 2014; *Carlos Hakim Daccah c. Jorge Hakim Tawil y otros*, 2016; *Edgar Orlando Corredor c. Induesa Pinilla & Pinillas, S. en C. y Juan Manuel Pinilla*, 2016; *Isabel Cristina Sánchez c. CIA del Infractor de Tránsito S.A.S. y otros*, 2014; *Morocota Gold S.A.S. c. Alejandro Rincón*, 2015; *Serviucis S.A. c. Nueva Clínica Sagrado Corazón S.A.S.*, 2013; *Sucesión de María del Pilar Luque de Schaefer c. Luque Torres Ltda. en liquidación*, 2014). Bajo ambos supuestos, las reflexiones que presento en este artículo podrían ser de utilidad para enriquecer un debate que apenas comienza.

I. ORIGEN, ALCANCE Y FUNDAMENTOS DE LA BUSINESS JUDGMENT RULE

En esta primera parte adelantará un breve recuento histórico de los orígenes y la evolución de la *business judgment rule* en Estados Unidos, principalmente para mostrar que en sus inicios no prohibía la intromisión judicial en decisiones empresariales sino que se limitaba a establecer un estándar de conducta más laxo (A). Luego analizaré el alcance que se le ha dado a la regla en Estados Unidos (B). Para ello, expondré una de las definiciones más difundidas de la regla —sin desconocer que son múltiples sus posibles formulaciones— (1), y ahondaré en los principales debates que han surgido alrededor de su contenido (2) y de su naturaleza (3). Por último desarrollaré los diferentes argumentos que se han presentado para justificar la *business judgment rule* (C).

A. Origen y evolución

La regla del buen juicio empresarial encuentra sus primeras formulaciones en el siglo XIX, a partir de la jurisprudencia de diferentes Cortes Supremas estatales de Estados Unidos. Varios autores identifican la expresión más temprana de la *business judgment rule* en el caso *Percy v. Millaudon et al.*, fallado por la Corte Suprema de Luisiana en 1829 (Arsht, 1979, p. 97; Cebriá, 2009, p. 106; Lowenstein, 1999, p. 1; Peeples, 1985, p. 457). En este primer precedente se estudiaba la responsabilidad de tres administradores de una entidad financiera, víctima de un desfalco por parte de su presidente y de uno de sus tesoreros. Dentro de las consideraciones realizadas por la Corte, hay una especialmente relevante en que se consagra por vez primera la *business judgment rule*: “las personas racionales, inteligentes e íntegras no aceptarían ser administradores si la ley exigiera de ellas un grado de precisión que las personas de inteligencia e integridad ordinarias no poseen”.¹ En ese orden de ideas, la Corte determinó que los administradores solo responderían por errores tan groseros que ni un hombre de mediana prudencia y sentido común cometería (Arsht, 1979, p. 97; *Percy v. Millaudon et al.*, 1829).

En otros dos fallos proferidos en el siglo XIX por Cortes de Alabama y Rhode Island es evidente la misma preocupación manifestada en el caso *Percy v. Millaudon et al.*: imponer pautas de conducta demasiado exigentes podría tener el

1. Traduje libremente esta y las demás citas de textos y fallos originalmente en inglés.

indeseado efecto de desincentivar la incursión de personas competentes en la administración de empresas (Arsht, 1979, p. 98; *Goldbold v. Branch Bank*, 1847; *Hodges v. New England Screw Co.*, 1853). En esta primera etapa de su formación, la *business judgment rule* blindaba a los administradores de cualquier responsabilidad por conductas que no fueran groseramente negligentes. Sin embargo, las Cortes de Luisiana, Alabama y Rhode Island no entendieron la *business judgment rule* como un impedimento para revisar las decisiones tomadas por administradores sociales (Arsht, 1979, p. 100).

Fue en jurisprudencia posterior que distintas Cortes estatales desarrollaron lo que algunos autores han denominado la *business judgment doctrine*: cumplidos ciertos presupuestos, a los jueces les queda vedado revisar las decisiones de los administradores (Bainbridge, 2004, p. 87; Solomon & Palmiter, 1994, p. 321). En 1888 la Corte Suprema de Nueva York manifestó: “Las cortes no interferirán a menos que los administradores ejecuten sus funciones ilegal o fraudulentamente” (*Leslie v. Lorillard*, 1888). Son múltiples los ejemplos como este, en los que el juez competente manifestó su deferencia al criterio de los administradores sociales. Para citar solo algunos, la Corte Suprema de Michigan se rehusó unos años más tarde a interferir en decisiones de un administrador social argumentando que “los jueces no son expertos en negocios” (*Dodge v. Ford Motor Co.*, 1919). En 1967, la Corte de Cancillería del estado de Delaware consideró que la conducta de los administradores se re-

ducía a “un asunto de criterio empresarial en el que la corte no debía interferir a menos de que se demostrara la existencia de una extra-limitación palpable y grosera” (*Meyerson v. El Paso Natural Gas Co.*, 1967). Esta nueva dimensión de la regla ha sido reiterada desde entonces en múltiples fallos que predicen el principio de no intromisión judicial en el criterio de los administradores sociales (Arsht, 1979, pp. 102-106; Bainbridge, 2008, pp. 108-109; *Brehm v. Eisner*, 2000; *Getty Oil Co v. Skelly Oil Co.*, 1969; *Shlensky v. Wrigley*, 1968; *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 1971; *Smith v. Van Gorkom*, 1985).

Como consecuencia de la evolución jurisprudencial que experimentó la *business judgment rule* desde sus albores en el siglo XIX hasta su consolidación en el siglo XX, actualmente se le atribuyen dos dimensiones. Si se cumplen ciertas condiciones, la regla del buen juicio empresarial, primero, protege a los administradores mediante la fijación de estándares de responsabilidad menos estrictos y, segundo, impide que los jueces examinen sus determinaciones (Bainbridge, 2004, p. 87; Solomon & Palmiter, 1994, p. 321).

B Alcance

No hay consenso sobre el alcance de la *business judgment rule*. En esta sección presentaré una de las múltiples formulaciones —quizá la más reiterada— que se ha dado de la regla (1). Posteriormente resumiré los principales debates que han surgido en la doctrina y juris-

prudencia estadounidenses sobre su alcance. Particularmente me referiré a las discusiones sobre su contenido (2) y sobre su naturaleza (3).

1. Definición

Si algo caracteriza la *business judgment rule* son sus contornos difusos. No existe un consenso sobre el contenido de la regla ni sobre los presupuestos que deben cumplirse para poder invocarla o aplicarla (Arsht, 1979, p. 111; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 93; Peebles, 1985, pp. 457-459). Quizá su enunciación más difundida —sin que por ello quiera decir que sea la única— es la siguiente, propuesta por la Corte Suprema de Delaware:

Se presume que al tomar decisiones empresariales los administradores de una sociedad actúan de manera informada, de buena fe y creyendo honestamente que su actuar beneficia a la compañía. Su criterio, libre de abusos, será respetado por las cortes. Quien cuestione la decisión tendrá la carga de demostrar hechos que desvirtúen esta presunción. (*Aronson v. Lewis*, 1984, p. 812).

Esta es la expresión que con frecuencia cita o parafrasea la doctrina para explicar la *business judgment rule* y sus condiciones de aplicación (Arkes & Schipani, 1994, p. 614; Cebriá, 2009, p. 117; Dooley, 1992, p. 471; Peebles, 1985, p. 459; Reyes, 2012, p. 72; Solomon & Palmiter, 1994, p. 321). De igual forma, la jurispruden-

cia societaria en Delaware ha hecho referencia constante a la definición y a las tres condiciones propuestas en el caso *Aronson* (buena fe, lealtad e información suficiente), de forma tal que incluso hoy en día sigue siendo citada (*In re Trados Incorporated Shareholders Litigation*, 2013; *Julie Friedman v. Dara Khosrowshahi et al.*, 2014). Sin embargo, la formulación ofrecida por la Corte Suprema de Delaware no ha servido para zanjar algunas de las discusiones principales que han surgido sobre el alcance de la regla.

Las aludidas discusiones son, en términos generales, dos. La primera de ellas tiene que ver con el contenido de la regla. Para algunos autores, la *business judgment rule* introduce un estándar de conducta que aliviana la responsabilidad de los administradores. Para otros, la regla contiene más bien una doctrina de abstención por parte de los jueces. La segunda discusión gira en torno a la naturaleza de la regla. Algunos consideran que se trata de una presunción que el demandante debe refutar mientras otros ven en ella un mecanismo de defensa que debe ser invocado por el administrador, quien por lo tanto debe soportar la carga de la prueba. A continuación explico ambos debates.

2. Contenido: ¿estándar de responsabilidad o doctrina de la abstención?

Como ya he dicho, existen dos dimensiones o concepciones de la *business judgment rule*. En primer lugar, la regla puede operar como

un estándar de responsabilidad de los administradores (Peeples, 1985, p. 462). Por ejemplo, algunos jueces y autores consideran que la regla sirve para blindar a los administradores al establecer que solo podrán ser declarados responsables cuando su conducta sea groseramente negligente o carezca de fundamentos razonables (Arsht, 1979; Bainbridge, 2004, p. 90). En segundo lugar, la *business judgment rule* puede ser entendida como una doctrina de abstención en la que a los jueces les está prohibido revisar en lo sustancial las decisiones de los administradores (Bainbridge, 2004, pp. 89-90; Solomon & Palmiter, 1994, p. 321).

En mi opinión, esta discusión puede replantearse de la siguiente manera, para una mejor comprensión. El debate inicial no está en si existe o no un principio de no intromisión —o deferencia— judicial. Lo que aparentemente se discute, más bien, son las *condiciones* que deben darse para que efectivamente opere ese principio. A esta conclusión se puede llegar si se analiza el caso *Cede & Co. v. Technicolor Inc.* (1993). Hablo de este precedente en particular porque es el que usualmente citan diferentes autores para explicar la *business judgment rule* como estándar de responsabilidad (Bainbridge, 2004, p. 90; McMillan, 2013, p. 530). En el caso *Technicolor*, un accionista reclamaba la indemnización de perjuicios. Aducía que la junta directiva incumplió su deber de cuidado al aprobar un acuerdo de fusión en el que el precio por acción era inferior al justo. La Corte Suprema de Delaware, apelando a la definición ofrecida en el caso *Aronson*, reiteró que la *bu-*

siness judgment rule protege a los administradores de cualquier intromisión judicial cuando sus decisiones sean informadas, hayan sido tomadas de buena fe y respeten los intereses de la sociedad. No puede decirse, entonces, que en este caso la Corte haya descartado abiertamente el principio de abstención.

Lo que hace que la discusión adquiera relevancia son las condiciones adicionales que se imponen para que las Cortes renuncien a examinar la decisión. En un aparte relevante del fallo, la Corte argumentó:

La regla consagra una poderosa presunción a favor de los actos realizados por los administradores, en el sentido en que las decisiones tomadas por una junta informada y leal no serán derrumbadas por las cortes a menos de que no les sea atribuible un propósito de negocios razonable. Así, el accionista demandante tiene la carga de (...) demostrar que los administradores violaron alguno de sus deberes fiduciarios de buena fe, lealtad o cuidado. (*Cede & Co. v. Technicolor Inc.*, 1993, p. 361). [El énfasis es mío].

Como puede verse, la Corte va más allá de las tres condiciones establecidas en el caso *Aronson*. Además de que la decisión sea informada, leal y tomada de buena fe, en *Technicolor* se introducen requisitos sustanciales para que la deferencia judicial se mantenga incólume. La decisión debe ser cuidadosa, por un lado, y debe atender un propósito racional de negocios, por otro. Algunos autores explican que

este es un análisis de diligencia sustantiva (*substantive due care*). Es decir, los jueces tendrían que examinar si la determinación fue, en mayor o menor medida, justa, razonable, sabia o prudente (Bainbridge, 2008, p. 110; Cebriá, 2009, p. 110). Aunque se predique una abstención por parte de los jueces, en mi opinión esta no sería más que un espejismo. Se presenta una contradicción insalvable: para que los jueces se abstengan de revisar las decisiones, deben primero examinar si estas fueron racionales y cuidadosas. En el fondo, entonces, sí se está empleando la *business judgment rule* como un estándar que exige unos mínimos de racionalidad y cuidado para que los administradores no vean comprometida su responsabilidad.

En contraposición a esta postura tenemos el ejemplo del célebre caso *Shlensky v. Wrigley* (1968), donde la Corte de Apelaciones de Illinois fue llamada a decidir sobre la responsabilidad de Philip Wrigley, administrador de una sociedad propietaria de un estadio de béisbol, quien se negaba a instalarle iluminación para la realización de juegos nocturnos. Ante la falta de prueba de fraude, ilegalidad o conflicto de interés en la toma de la decisión de Wrigley, la Corte se abstuvo de revisarla y concluyó lo siguiente: “No pretendemos decir si la decisión de los administradores fue la correcta. Eso rebasaría nuestra competencia y nuestras habilidades” (Bainbridge, 2008, p. 109; Reyes, 2013a, pp. 224-225; *Shlensky v. Wrigley*, 1968). En el mismo sentido, el caso *Brehm v. Eisner* (2000) desarrolló esta doctrina. La Corte Suprema de Delaware sostuvo entonces que

la diligencia sustancial era “un concepto ajeno a la *business judgment rule*. Las Cortes no miden, pesan ni cuantifican el criterio de los administradores (...) La diligencia en la toma de decisiones se refiere únicamente a una diligencia procedural” (*Brehm v. Eisner*, 2000, p. 26).

La noción de diligencia procedural (*process due care*) ya había sido elaborada en el caso *Smith v. Van Gorkom* (1985). En este caso, la Corte Suprema de Delaware descartó la presunción de la *business judgment rule* al encontrar que la junta directiva de Trans Union Co. no se había informado suficientemente antes de decidir aprobar una fusión (Bainbridge, 2008, pp. 113-114; Cebriá, 2009, pp. 110-114; Fischel, 1984; Solomon & Palmiter, 1994, pp. 329-331). Es importante subrayar que la diligencia procedural se refiere al proceso que se debe seguir para la toma de decisiones mientras que un examen de diligencia sustantiva valora el fondo mismo de las decisiones (Bainbridge, 2004; 2008, p. 110). Un examen de diligencia procesal, en mi opinión, sí garantiza una pura y verdadera deferencia judicial. Los jueces realmente se abstienen de estudiar la sustancia del criterio empresarial. Las condiciones para que la deferencia se mantenga son del todo ajenas al contenido de las decisiones tomadas por los administradores.

Además de no existir consenso sobre el contenido de la *business judgment rule*, también se debate su naturaleza. Mientras algunos discuten si los criterios para aplicar la regla deben

considerar o no la sustancia de la decisión, otros examinan si esos criterios o condiciones deben ser probados por el administrador demandado o desvirtuados por los socios o la sociedad demandantes. Veamos.

3. Naturaleza: ¿excepción o presunción?

Aunque la enunciación de la regla en el caso *Aronson* indica que la *business judgment rule* consagra una presunción, en la práctica no hay claridad sobre su naturaleza ni sobre las implicaciones que trae en materia probatoria. Por un lado, están los que entienden que la presunción impone una carga probatoria significativa a los administradores. Serían ellos los llamados a demostrar las condiciones que activan la protección de la regla. Desde este punto de vista, la *business judgment rule* operaría mucho más como una excepción que como una presunción. En contraste, algunos autores entienden que es el demandante quien tiene la carga de desvirtuar los supuestos sobre los que se basa la *business judgment rule*, para que los jueces procedan a examinar la decisión empresarial. En este caso, la regla sí parece configurarse como una verdadera presunción de hecho (Branson, 2002, pp. 645-646; Cebriá, 2009, pp. 152-158; Eisenberg, 1993b, p. 1283).

Entendida como excepción, la *business judgment rule* impone al administrador demandado la carga de invocar su protección y, adicionalmente, demostrar que se configuran los hechos que permiten aplicarla. Desde esta

perspectiva, “la aplicación de la regla debe ser alegada por vía de excepción en la contestación de la demanda. Es decir, corresponde al administrador demandado afirmar la existencia de unos hechos (...) que permitan excluir la acción del actor” (Cebriá, 2009, p. 154). El punto de partida, si se quiere, es la responsabilidad de los administradores y la posibilidad de intromisión judicial. A partir de allí, corresponde al administrador acreditar circunstancias que permitan alejarse de ese punto cero. Así, por ejemplo, debe probar que su decisión fue suficientemente informada, que se tomó de buena fe y que no mediaron conflictos de interés (Branson, 2002, p. 646; Cebriá, 2009, p. 155; Eisenberg, 1993a, p. 441).

Entendida como verdadera presunción de hecho, la *business judgment rule* impone al demandante la carga de desvirtuar la protección ofrecida a los administradores. A menos que se demuestre la configuración de alguna de las condiciones negativas, la regla presupone que los administradores actuaron con el debido cuidado y que, por lo tanto, los jueces no deben intervenir (Peeples, 1985, pp. 459-461). En este caso, el punto cero es diametralmente opuesto: se parte de la base de que los administradores no son responsables y los jueces no deben entrometerse en su criterio empresarial. Corresponde entonces a los demandantes demostrar circunstancias que permitan alejarse de ese punto de partida. Por ejemplo, tendrían que probar la existencia de un conflicto de interés, mala fe, o falta de información suficiente (Branson, 2002, p. 646; Cebriá, 2009, p. 155; Eisenberg, 1993a, p. 441).

C. Fundamentos

Autores y Cortes han expuesto múltiples argumentos que sirven para justificar la existencia de la *business judgment rule* en el derecho norteamericano. Principalmente, se dice que la regla protege a los administradores del sesgo retrospectivo de los jueces (1), quienes además no son competentes ni expertos en negocios (2). También, que promueve la asunción de riesgos empresariales por parte de los administradores (3) y les da garantías a individuos capaces para que se atrevan a asumir cargos administrativos en empresas (4). Por último, se dice que no es necesario disciplinar a los administradores y proteger a los asociados desde las Cortes porque ya existen mecanismos de mercado que logran ambos propósitos (5).

1. Sesgo retrospectivo

La noción de sesgo retrospectivo (*hindsight bias*) se ha tomado prestada de la psicología y se ha aplicado a la teoría de la adjudicación para justificar la existencia de una regla de deferencia judicial frente a las decisiones de los administradores sociales. El sesgo retrospectivo no es más que la comprobada tendencia que tenemos a asignar una elevada y equivocada probabilidad de ocurrencia a un resultado, cuando sabemos *ex post* que efectivamente aconteció (Fischhoff, 1975, pp. 288-299; Jolls, Sunstein, & Thaler, 1997, p. 1523). Un ejemplo tal vez trivial pero ilustrativo me permite explicar mejor este fenómeno. Si a un aficionado al fútbol se le pidiera hoy estimar las

probabilidades que tenía la selección alemana de ganar la Copa Mundial de 2014 (resultado que efectivamente ocurrió), muy seguramente daría una cifra más elevada que la que hubiera dado un aficionado antes del mundial. Esto es el sesgo retrospectivo: las personas que examinan un resultado después de producido le asignan una excesiva probabilidad de ocurrencia en comparación con las personas que lo estudian antes de que suceda.

El sesgo retrospectivo tiene una relevancia innegable en el derecho. Se trata de un fenómeno que aplica plenamente a jueces y jurados, quienes a diario toman decisiones sobre hechos ya acontecidos. Es particularmente importante cuando se debate si la conducta de un sujeto fue negligente o no. Estudios científicos han demostrado que en casos de responsabilidad por hechos culposos, los miembros del jurado tienden a asignar a los actos del demandado una probabilidad de ocasionar daños más elevada que la que en realidad tenían (Jolls et al., 1997, p. 1524).

Lo anterior trasladado al campo del derecho societario sirve de justificación a la *business judgment rule*. Si el juez al estudiar una decisión de negocios ya sabe que sus consecuencias fueron negativas, tenderá a creer que dichos resultados eran más previsibles de lo que verdaderamente fueron. Se presume, equivocadamente, que el juez es capaz de pasar por alto el conocimiento que tiene de los resultados para ubicarse en la posición del demandado antes de la toma de la decisión (Arkes & Schipani, 1994, pp. 588-589). Sin embargo,

el fenómeno del sesgo retrospectivo hace que para él sea difícil distinguir las decisiones empresariales negligentes de las decisiones competentes pero desafortunadas, cuando ya sabe que produjeron malos resultados (Bainbridge, 2008, p. 117; Cebriá, 2009, p. 132; Easterbrook & Fischel, 1991, pp. 98-99; Fischhoff, 1975, p. 590; McMillan, 2013, p. 527). Ahora bien, debo señalar que desde mi punto de vista el fenómeno del *hindsight bias* no puede servir de único fundamento para la regla del criterio empresarial. El sesgo no opera únicamente en asuntos societarios y de negocios. Si fuera suficiente para justificar la deferencia judicial, esa misma abstención tendría que predicarse en todos los casos en que los jueces deben estudiar decisiones *a posteriori*.

2. Incompetencia judicial

Una frase pronunciada por la Corte Suprema de Michigan a comienzos del siglo XX ha sobrevivido hasta nuestros tiempos, al punto que sigue siendo citada con frecuencia por la doctrina para justificar la *business judgment rule* (Bainbridge, 2004, p. 117; 2008, p. 120; Cebriá, 2009, p. 131). En el caso *Dodge v. Ford Motors Co.*, la Corte se rehusó a inspeccionar una decisión empresarial de Henry Ford consistente en expandir la producción de la compañía. Para ello, argumentó sucintamente que “los jueces no son expertos en negocios” (*Dodge v. Ford Motor Co.*, 1919, p. 668). Varios autores han desarrollado con mayor grado de profundidad este argumento presentado en el caso *Dodge* para sostener que la falta de expe-

riencia de los jueces en asuntos empresariales justifica que les esté vedado, en principio, revisar las decisiones tomadas por administradores sociales (Bainbridge, 2004, p. 117, 2008, p. 120; Cebriá, 2009, p. 131; Fischel, 1984, p. 1439; Solomon & Palmiter, 1994, p. 315 y 321).

La forma en que Eric A. Posner elaboró este argumento es bastante ilustrativa:

A las cortes se les dificulta entender incluso las relaciones de negocios más sencillas. Esto no es sorprendente. Los jueces deben ser generalistas, pero usualmente su experiencia se limita a un campo particular del Derecho (...) El escepticismo sobre la calidad de las decisiones judiciales se refleja en muchas doctrinas judiciales, incluida la *business judgment rule* en derecho societario, que impide a las cortes cuestionar a los administradores. (Posner, 2000, p. 758).

La falta de experiencia, entonces, hace que los jueces sean incompetentes para examinar el criterio empresarial de los administradores. Varios autores señalan que si los jueces, inexpertos en negocios, pudieran revisar libremente las decisiones empresariales, terminarían arrogándose competencias que en realidad corresponden a los gestores de la sociedad. Esto, en últimas, terminaría convirtiendo a los jueces en “administradores de segundo grado” (Cebriá, 2009, p. 131) o *super-directors* (Bainbridge, 2008, p. 113; *Brehm v. Eisner*, 2000, p. 42). El autor Kenneth Arrow señala que “si cada de-

cisión de A es revisada por B, entonces lo que en realidad tenemos es un desplazamiento de la titularidad de la autoridad desde A hacia B" (citado por Bainbridge, 2008, p. 113).

Esta defensa de la *business judgment rule* ha recibido reparos. Algunos autores señalan —con tino, creo yo— que el argumento es insuficiente en la medida en que no explica por qué no pueden entrometerse en el criterio de un empresario

los mismos jueces que deciden si unos ingenieros diseñaron apropiadamente compresores para motores de avión, si un agricultor entregó sus toronjas de conformidad con las especificaciones de la industria y si el sistema carcelario afecta adversamente la salud mental de los reclusos (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 94).

El hecho de que profesionales de otras disciplinas igualmente especializadas —como la medicina y la construcción, por ejemplo— no gocen de un blindaje similar al que ofrece la *business judgment rule* indica que la falta de experiencia empresarial no puede ser la única razón para justificar la abstención de los jueces (Arkes & Schipani, 1994, pp. 589-590; Bainbridge, 2008, p. 121).

3. Aversión al riesgo

Los defensores de la *business judgment rule* sostienen con frecuencia que los administra-

dores sociales deberían tener incentivos para innovar y para adelantar una gestión empresarial arriesgada, en la medida en que el nivel de utilidades suele tener una correlación directa con el nivel de riesgo (Arkes & Schipani, 1994, p. 623; Manning, 1984, p. 622; McMillan, 2013, p. 527; Solomon & Palmiter, 1994, p. 322). Es por esto que el estándar de conducta del hombre prudente parecería contrario a la realidad económica del mundo de los negocios. Los administradores de empresas, en lugar de actuar con excesiva prudencia, deberían demostrar algún grado de osadía para que la compañía logre penetrar nuevos mercados, desarrollar nuevos productos y, en pocas palabras, generar mayores utilidades (Arkes & Schipani, 1994, p. 623; Easterbrook & Fischel, 1991, pp. 99-100; Manning, 1984, p. 622).

Ahora bien, la amenaza de que su responsabilidad personal se vea comprometida podría hacer que los administradores sociales generen una excesiva aversión al riesgo. Esta amenaza adquiere mayor entidad si tenemos en cuenta que los jueces, en virtud del fenómeno del sesgo retrospectivo, tienen una propensión a concluir que los malos resultados —la realización del riesgo, si se quiere— se derivaron de una decisión negligente (Bainbridge, 2004, p. 114; 2008, p. 117; Dooley, 1992, p. 510). Lo dicho hasta ahora nos permite entonces resumir el argumento a favor de la *business judgment rule*, en sus dos dimensiones, así: se justifica atemperar el patrón de prudencia exigido a los administradores para permitirles asumir riesgos razonables (regla entendida como estándar de responsabilidad). Además, si los jueces

tienden a responsabilizar a los administradores por los resultados negativos que se deriven de sus decisiones, vale la pena introducir una regla de no intromisión o de deferencia para que estos puedan asumir mayores riesgos sin temor a comprometer su patrimonio personal (regla entendida como doctrina de abstención).

La justificación de la *business judgment rule* desde una perspectiva de fomento del riesgo debe necesariamente partir de la teoría de los problemas de agencia. Es bien sabido que estos surgen cuando el bienestar y la satisfacción de los intereses de una parte, denominada “principal”, dependen del actuar de otro sujeto, llamado el “agente”. El problema de agencia radica en lograr que las decisiones del agente estén encaminadas a satisfacer los intereses del principal y no los suyos propios (Armour, Hansmann, & Kraakman, 2009a, p. 35). Desde mi punto de vista, el argumento de la promoción del riesgo se sostiene como justificación de la *business judgment rule*, únicamente si los asociados prefieren que en la gestión de la compañía se asuman mayores niveles de riesgo.

No tendría sentido que la regla del criterio empresarial buscara reducir la aversión al riesgo de los administradores si los asociados tuvieran la misma aversión. De ahí que algunos autores, para defender la *business judgment rule*, señalan que los asociados normalmente están dispuestos a asumir riesgos. Los administradores, en cambio, tienden a evitarlos (Bainbridge, 2008, p. 115; Cebriá, 2009, p. 121; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 100). Esto se puede explicar, primero, desde la óptica de la limitación de

responsabilidad y, segundo, desde la teoría moderna del portafolio. Desde la primera perspectiva, los asociados tienen una mayor tolerancia al riesgo pues el mal desempeño de una empresa no compromete su responsabilidad sino hasta el monto de sus aportes. Los asociados no arriesgan sus patrimonios personales sino aquella porción que aportaron a la respectiva sociedad. Los administradores, en cambio, sí pueden ver comprometido su patrimonio personal en caso que sus decisiones generen resultados negativos y sean luego examinadas por jueces sesgados retrospectivamente (Bainbridge, 2008, pp. 115 -117; McMillan, 2013, p. 527; Ubelaker, 1981, p. 786).

Por otra parte, la teoría moderna del portafolio (*modern portfolio theory*) sostiene que los socios acogen con mayor facilidad el riesgo en la medida en que sus inversiones generalmente están diversificadas. Esto quiere decir que la inversión de los asociados está dispersa entre distintas compañías. Las eventuales pérdidas que sufra una de ellas terminan compensándose, en últimas, con las utilidades que obtiene alguna otra (Fischel, 1984, p. 1442). La inversión de los administradores, por el contrario, consiste en capital humano y se circunscribe habitualmente a una sola empresa o sector empresarial. Esto tendría el efecto de hacerlos más recatados y cautelosos a la hora de tomar decisiones (Bainbridge, 2008, p. 115; Cebriá, 2009, p. 121; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 100; Fischel, 1984, p. 1454). Como puede verse, existiría entonces una divergencia entre las preferencias de asociados y administradores en materia de riesgos. Mientras los primeros

optarían por una gestión más arriesgada de la sociedad, los segundos preferirían asumir posiciones “seguras” que no pongan en peligro su permanencia en la empresa ni su reputación (Armour, Hertig, & Kanda, 2009, pp. 117-118). La *business judgment rule* sería uno de los mecanismos para alinear las actitudes de los administradores con las de los asociados al reducir la aversión al riesgo de los primeros. Esto llevaría a que los gestores, en su calidad de agentes, asuman el riesgo que los socios o accionistas, en su calidad de principales o agenciados, estarían dispuestos a soportar.

4. Garantía para potenciales administradores cualificados

La cuarta justificación de la *business judgment rule* ya la he mencionado de manera tangencial a lo largo de este artículo. El argumento es sencillo y no requiere mayores consideraciones. Básicamente, con la regla del criterio empresarial se disminuyen las posibilidades de que un administrador sea encontrado responsable por los resultados adversos de alguna de sus decisiones. Esta protección estaría dada, según la postura que se asuma, por un estándar de responsabilidad laxo o por una garantía de abstención judicial. El blindaje que ofrece la regla sirve de estímulo para que sujetos competentes y cualificados asuman cargos administrativos en sociedades. La exigencia de estándares de conducta demasiado estrictos, por un lado, y la amenaza de intromisión judicial, por otro, serían factores disuasivos que ahuyentaría a los profesionales talentosos

(Easterbrook & Fischel, 1991, p. 94; Peeples, 1985, p. 483; Solomon & Palmiter, 1994, p. 322; Ubelaker, 1981, p. 786).

5. Mercados que disciplinan y protegen

Por último, se dice que las dinámicas y mecanismos propios del mercado justifican la existencia de la *business judgment rule*. De acuerdo con este argumento, el rol de los jueces sería redundante ya que los mercados desempeñan las funciones que estos cumplirían al fallar. La primera función consiste en disciplinar y sancionar a los gestores; la segunda, en proteger a los asociados. Si el mercado mismo ya se encarga de ambas cosas, resulta razonable —incluso como mecanismo de descongestión judicial— imponer una regla de abstención por parte de los jueces (Peeples, 1985, pp. 484-485).

Ahora bien, ¿cómo puede cumplirse la función de disciplinar o sancionar a los administradores? Sencillamente, un mercado de valores eficiente tiene la capacidad de transmitir información sobre las compañías y su administración a través del precio de las acciones (Fama, 1970, p. 383). Si los inversionistas temen que una sociedad está siendo administrada de manera deficiente, no compran sus participaciones o pagan menos por ellas. Esto llevaría a que el precio de dichas acciones baje. En sentido inverso, pagarán más por las acciones de una sociedad óptimamente gestionada, generando así un incremento en su precio. Este poder informativo de los precios tendría la capacidad de controlar y disciplinar a los administradores

para que adopten buenas prácticas de gobierno corporativo, sin la necesidad de que un juez intervenga (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 96).

Adicionalmente, los actores del mercado de capitales cumplen una función constante de monitoreo. Inversionistas institucionales, intermediarios financieros, banqueros de inversión, entre otros, vigilan permanentemente el desempeño de los administradores sociales. Esto se traduce en que las compañías bien administradas y valoradas podrán acceder fácilmente a fuentes de financiación (bien sea atrayendo inversionistas de capital o accediendo a crédito en condiciones favorables). En contraposición, las sociedades mal gestionadas no tendrán la misma facilidad para captar recursos de inversionistas u obtener créditos a bajo costo (Fischel, 1984, p. 1443).

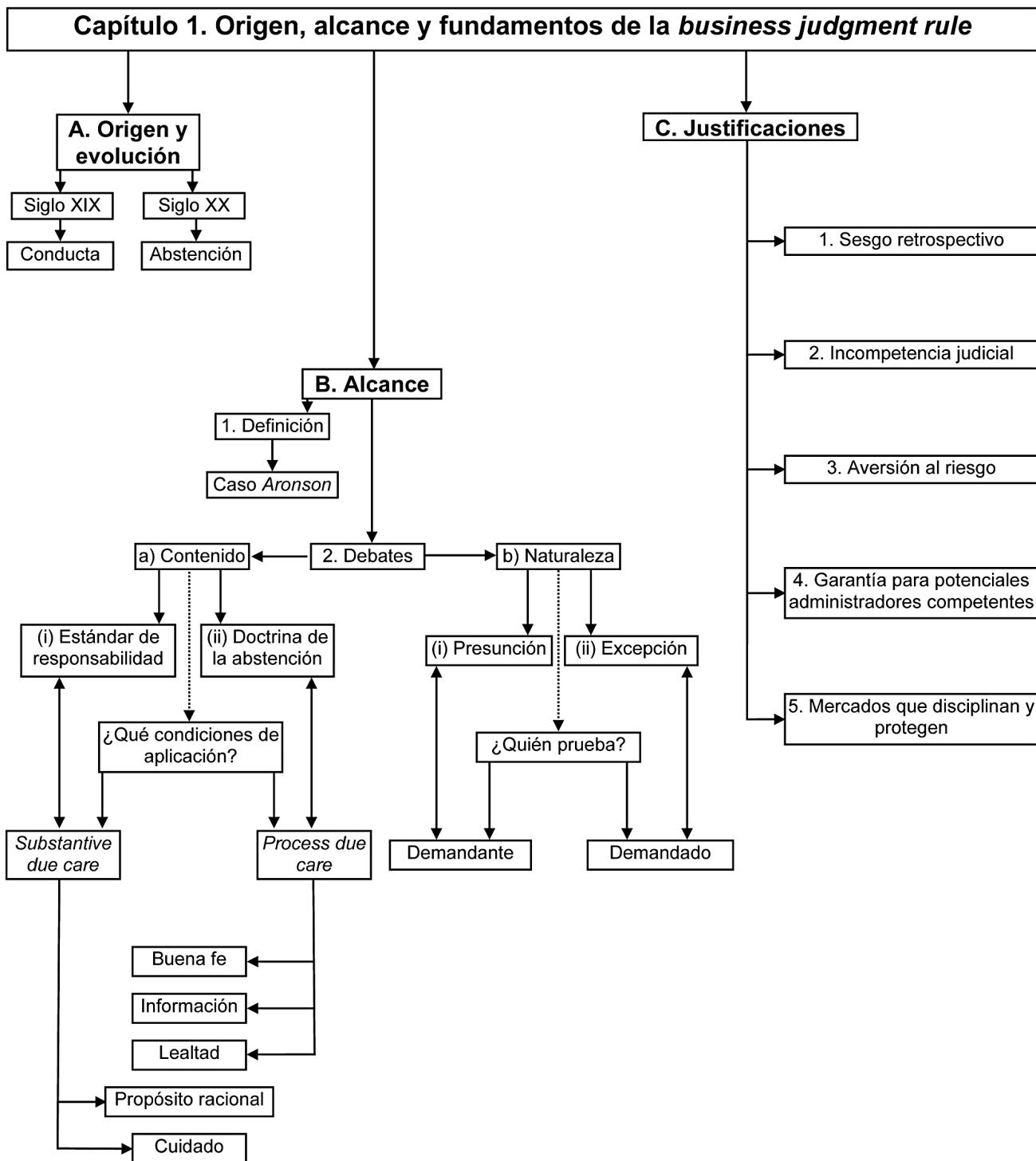
Un mercado de capitales desarrollado contribuye a que otros mercados sirvan igualmente para controlar a los administradores. En primer lugar, el precio de las acciones de una sociedad puede tener un impacto importante para sus administradores en el mercado laboral. El gestor de una empresa desvalorizada probablemente padecerá diferentes sanciones en el mercado de trabajo: su reputación se verá afectada, su estabilidad laboral o posibilidades de ascenso disminuirán y su remuneración o compensación será proporcional a su pobre desempeño (Arkes & Schipani, 1994, p. 628; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 96).

De la misma manera, el precio de las participaciones puede tener repercusiones en el merca-

do de control, también llamado “mercado de fusiones y adquisiciones”. El impacto de una mala administración en el valor de una compañía puede facilitar operaciones de adquisición (*takeovers*) sobre ella. Una sociedad mal gestionada, con acciones subvaloradas, se vuelve el objetivo ideal para que algún agente del mercado tome su control (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 96; Peeples, 1985, p. 486). El cambio en el control de la empresa puede traer como consecuencia la remoción de los gestores incompetentes y el nombramiento de nuevos administradores con capacidad para revalorizarla (Cebriá, 2009, p. 125).

La segunda función que cumple el mercado de capitales consiste en proteger a los asociados. Esto lo logra, simple y llanamente, dando liquidez a sus participaciones. Es decir, la adquisición y enajenación de acciones se facilita a través de un mercado que logra poner en contacto la oferta y la demanda. Si la sociedad no está siendo administrada de la forma en que el socio o accionista lo desea, fácilmente puede vender su participación en ella y liquidar su inversión. Este mecanismo del mercado les permite a los asociados desligarse de empresas cuya administración no les satisface. El remedio económico que ofrece el mercado sería entonces mucho más eficiente y expedito que cualquier remedio jurídico (Arkes & Schipani, 1994, pp. 628-629; Peeples, 1985, p. 487). La existencia de mecanismos de mercado que controlan a los administradores y que brindan alternativas de salida a los asociados, hace que la intervención judicial sea redundante. La figura 1 resume lo dicho en esta primera parte del artículo.

Figura 1. Esquema-resumen del capítulo 1



Fuente: elaboración propia, con base en las referencias citadas en esta sección.

II. ¿SE JUSTIFICA TRASPLANTAR LA BUSINESS JUDGMENT RULE A COLOMBIA?

En esta segunda sección analizaré si se justifica la adopción de la *business judgment rule* en el ordenamiento colombiano, tal y como se propuso en el Proyecto de Ley 70 de 2015 (Cámara). Para ello describiré brevemente el panorama colombiano en materia de sociedades (A). Es decir, estudiaré las características que tiene nuestro sistema societario, particularmente desde una perspectiva de dispersión o concentración de capital. En segundo lugar, analizaré la propuesta de introducir el principio de deferencia al criterio empresarial que contenía el proyecto de reforma al régimen societario (B). Por último, estudiaré si las razones que se dan en Estados Unidos para justificar la *business judgment rule* se sostienen en un sistema societario como el nuestro (C).

A. El sistema societario colombiano

Dos modelos suelen emplearse para describir o caracterizar un sistema societario particular. Por un lado, el modelo de capital disperso. Por el otro, el modelo de capital concentrado. El sistema de dispersión de capital se caracteriza porque la propiedad accionaria se encuentra repartida ampliamente entre diferentes titulares. Todos ellos poseen un pequeño porcentaje de participación en el capital de la compañía y, por lo tanto, ninguno ejerce un control mayoritario sobre la sociedad. En este sistema se presenta un fenómeno de disyunción entre la propiedad y el control de la com-

pañía. Los dueños de la sociedad poseen participaciones tan pequeñas que el control de la actividad empresarial termina delegado en cabeza de administradores temporales (Berle & Means, 1968, p. 66). En esa medida, las empresas en este primer modelo tienen distribuidas sus participaciones entre un gran número de asociados que no están relacionados entre sí —en inglés se les llama, en este caso, *widely held corporations*—. Adicionalmente, son sociedades cuyas participaciones se tienden a negociar libremente y, por lo general, en un mercado público de valores —en este caso se les denomina *open* o *public corporations*— (Armour, Hansmann, & Kraakman, 2009b, p. 12). En español, las *widely held corporations* y las *public corporations* llevan un mismo nombre: sociedades abiertas.

En un sistema de capital concentrado el control de las compañías se encuentra en manos de uno o unos pocos asociados que detentan más del 50% de las participaciones de la sociedad. Estos socios o accionistas pueden ejercer control pleno sobre las decisiones sociales (Reyes, 2012, pp. 14-15). En este sistema, las sociedades son mayoritariamente del tipo cerrado. Las participaciones en estas compañías no se negocian con la misma facilidad que las participaciones en sociedades abiertas ni se emiten o circulan en un mercado público de valores —en inglés se denominan *close corporations*—. Además, los asociados de las empresas cerradas son pocos, por lo general, y están normalmente relacionados entre sí por vínculos interpersonales —en inglés, las sociedades con esta característica llevan el nombre de *clo-*

sely held corporations— (Armour, Hansmann et al., 2009b, p. 12). En las sociedades cerradas no se presenta comúnmente el fenómeno de disyunción entre propiedad y control, descrito por Bearle & Means (1968), y que caracteriza a las sociedades abiertas. En este caso los asociados inciden —así sea de manera informal— en la administración de la actividad empresarial (La Porta, López-de-Silanes, Schleifer, & Vishny, 2000; Reyes, 2012, p. 15; Solomon & Palmeter, 1994, p. 206). Por último, algunos autores sostienen que en muchas ocasiones las sociedades cerradas representan un medio de subsistencia para sus asociados, quienes tienen en ella su principal fuente de recursos (Solomon & Palmeter, 1994, p. 206).

El sistema societario colombiano se caracteriza por una alta concentración de capital. Para empezar, la mayoría de las participaciones en las sociedades colombianas están agrupadas en cabeza de unos pocos asociados. Francisco Reyes Villamizar (2012) citó en su obra *Análisis económico del derecho societario* un estudio de 2002 sobre la concentración de capital en Latinoamérica. En promedio el 73% de las acciones de las sociedades colombianas están en manos de sus cinco accionistas mayoritarios (p. 17). Esta predominancia de sociedades cerradas y de capital concentrado no parece haber cambiado en los últimos años. En su más reciente informe sobre gobierno corporativo, la Superintendencia de Sociedades encontró que de las 20.942 empresas del sector real que fueron encuestadas, el 46% resultaron ser compañías de familia. Es decir, cerca de la mitad de las sociedades son controladas eco-

nómica, administrativa o financieramente por personas relacionadas entre sí por vínculos familiares (Superintendencia de Sociedades, 2013, pp. 18-19).

En segundo lugar, son muy escasas las sociedades colombianas que se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores. La siguiente comparación, por ejemplo, es locuaz: mientras que en Estados Unidos el número de sociedades inscritas en el mercado público de valores supera las cuatro mil, en Colombia ese número no llega a ochenta (Bolsa de Valores de Colombia, 2015; World Bank, 2015). Adicionalmente, en Colombia y América Latina el hecho de que una sociedad esté listada en bolsa no parece indicar que sea de naturaleza abierta. Un estudio realizado por varios autores en 2007 arrojó que, en promedio, alrededor del 60% de las acciones de las sociedades inscritas se concentra en cabeza de sus tres principales accionistas (Capaul, 2003, p. 3; Chong & López-de-Silanes, 2007, pp. 38-41; La Porta et al., 1998, pp. 1147-1148). En síntesis, Colombia es un país de sociedades cerradas: las participaciones se concentran en manos de unos pocos asociados mayoritarios y no son fácilmente negociables.

B. La deferencia al criterio empresarial de los administradores en el proyecto de reforma al régimen societario colombiano

Ya descrita la concentración de capital que caracteriza al sistema societario en Colombia,

vale la pena analizar, ahora sí, la propuesta legislativa que cursó en el Congreso y que pretendía trasplantar la *business judgment rule* al ordenamiento jurídico colombiano. Primero expondré la forma en que se pretendió consagrar la regla en nuestro país y las razones que se presentaron para justificarla en la exposición de motivos del proyecto (1). Enseguida analizaré si la formulación propuesta de la regla hubiera resuelto los debates y las discusiones que se han dado en Estados Unidos sobre su contenido y alcance (2).

1. Consagración y justificación

Como ya se mencionó más arriba, con el Proyecto de Ley 70 de 2015 (Cámara) se pretendió introducir una reforma sustancial al régimen de derecho societario en Colombia. El tercer capítulo del proyecto buscaba modificar el régimen de responsabilidad de los administradores sociales, que hasta el momento se encuentra contenido en la Ley 222 de 1995. Una de las disposiciones de dicho capítulo introducía, precisamente, la *business judgment rule*. El artículo pertinente disponía:

Deferencia al criterio empresarial de los administradores. Los jueces respetarán el criterio adoptado por los administradores en la toma de las decisiones relacionadas con el ejercicio de su cargo, siempre y cuando que tales determinaciones correspondan a un juicio razonable y suficientemente informado. Por lo

tanto, a menos que se compruebe el incumplimiento de sus deberes, mala fe o la violación de la ley, los administradores no serán responsables por los perjuicios que se originen en sus decisiones de negocios. (*Gaceta del Congreso* 797, 2015, p. 14).

La redacción de esta disposición sugiere entonces que la regla de deferencia en Colombia se hubiera aplicado si concurrían seis condiciones. Primero, la decisión debía haberse tomado dentro de las competencias y funciones atribuidas a los administradores. Segundo, la decisión debía corresponder a un juicio razonable de negocios. Tercero, la decisión debía ser producto de un juicio suficientemente informado. Cuarto, los administradores debían actuar de buena fe en la toma de la decisión. Quinto, los administradores debían haber actuado legalmente en la toma de la decisión. Sexto, los administradores debían haber respetado sus deberes de cuidado y lealtad.

En la exposición de motivos del proyecto se destinaba una sección específica a justificar la adopción de la regla del buen juicio empresarial. Allí se sostenía que con la *business judgment rule* se buscaba “reemplazar el patrón de conducta del buen hombre de negocios previsto en la Ley 222” (Álvarez-Correa, 2015, p. 19; Reyes, 2015a, pp. 26-27). En realidad, la exposición de motivos hizo un flaco esfuerzo a la hora de justificar y argumentar la conveniencia de trasplantar la regla. El único argumento que presentaba para justificar el principio de defe-

rencia tenía que ver con el fomento del riesgo. En el documento se sostenía:

Esta regla de conducta se basa en la concepción que ve en la labor de los administradores sociales una función eminentemente económica, consistente en la asunción razonada de riesgos que puede conducir a la innovación empresarial y a la creación de riqueza. (Álvarez-Correa, 2015, pp. 19-20; Reyes, 2015a, pp. 26-27).

El documento elaborado por la Superintendencia de Sociedades para explicar el proyecto tampoco avanzó mucho en la justificación de la regla. Además de concentrarse en el argumento de los riesgos empresariales, parecía hacer alusión —aunque no de manera expresa y elaborada— al fenómeno del sesgo retrospectivo y a la incompetencia de los jueces. En el texto se argumentaba que la regla busca que los administradores “cuenten con suficiente discreción para asumir riesgos empresariales sin temor a que su gestión sea juzgada *a posteriori* por los resultados negativos de sus decisiones” (Mendoza, 2015, p. 49). También se limitaba a señalar que la intervención judicial “atentaría gravemente contra la autonomía de la sociedad para gestionar sus emprendimientos” (Mendoza, 2015, p. 50). De igual manera, la exposición de motivos y el documento explicativo no contribuyeron a resolver los debates que suelen generarse en torno al contenido y la naturaleza de la *business judgment rule*.

2. Contenido y naturaleza de la regla en Colombia: ¿se resuelven los debates?

Como expliqué en la primera parte de este artículo, el primer debate que rodea a la regla del buen juicio empresarial tiene que ver con su naturaleza: ¿se trata de un patrón de conducta o, más bien, de una doctrina que limita la intervención judicial? La redacción propuesta en el proyecto de reforma no resolvía este interrogante. La norma parecía proponer una amalgama de ambas posturas. Abría con el mandato de que los jueces “respetarán el criterio adoptado por los administradores” y cerraba con la garantía de que “los administradores no serán responsables por los perjuicios que se originen en sus decisiones de negocios” salvo que se compruebe el incumplimiento de sus deberes, mala fe o violación de la ley. Además, la deferencia judicial se condiciona a que las decisiones tomadas por el administrador “correspondan a un juicio razonable”. Este condicionamiento, junto con la última frase del artículo, guarda estrecha similitud con el entendimiento que le dio la Corte Suprema de Delaware a la *business judgment rule* en el caso *Technicolor*. En aquella ocasión la Corte condicionó la abstención de los jueces a la existencia de un propósito razonable de negocio y al cumplimiento de los deberes fiduciarios de buena fe, de lealtad y, particularmente, de cuidado (*Cede & Co. v. Technicolor Inc.*, 1993, p. 361). De nuevo, en mi opinión, esto es a todas luces contradictorio. Si el principio de abstención judicial está condicionado al cumplimiento de estándares de razonabili-

dad o de cuidado (así sean atenuados), el juez no puede jamás abstenerse de revisar la decisión. Insisto: si al juez se le exige cerciorarse de que la decisión sea mínimamente razonable o cuidadosa, no hay un verdadero fenómeno de abstención.

La exposición de motivos y el documento explicativo de la Superintendencia no ayudaron a resolver esta discusión. Como ya se indicó, en la exposición de motivos se sostenía que el principio de deferencia reemplaza el patrón de conducta del buen hombre de negocios y, al mismo tiempo, prohíbe la intromisión de jueces en decisiones de negocios (Álvarez-Correa, 2015, pp. 19-20; Reyes, 2015a, pp. 26-27). Se mezclaron, entonces, las dos posibles posturas en el debate al entender la regla como un estándar de responsabilidad y, al mismo tiempo, como una doctrina de abstención. De igual manera, en la publicación de la Superintendencia de Sociedades se insinuaba que el principio de deferencia entraría a corregir la noción que se tenía del “buen hombre de negocios” como estándar de comportamiento de los administradores a la luz de la Ley 222 de 1995. Aunque pareciera que la Superintendencia se inclinaba por la doctrina de la abstención, esto no es más que el espejismo que mencioné más arriba. Si bien en el documento se hacía énfasis en la deferencia de los jueces, no hubiera habido una verdadera abstención si esta se hubiera condicionado a criterios de razonabilidad y cuidado, que tienen que ver con la sustancia de la decisión (Mendoza, 2015, pp. 48-52).

Tampoco hubo claridad sobre la naturaleza del principio de deferencia. La norma proyectada no permitía concluir si se trataba de una protección que los administradores demandados debían invocar y demostrar o si, más bien, era una presunción que debía ser desvirtuada por los demandantes. La redacción misma de la norma parecía distribuir la carga de la prueba tanto al demandante como al demandado, según la condición o requisito de que se tratara. Así, por ejemplo, la primera frase del artículo 17 establecía que los jueces se abstendrían de revisar las decisiones empresariales “siempre y cuando que tales determinaciones correspond[ieran] a un juicio razonable y suficientemente informado” (*Gaceta del Congreso* 797, 2015, p. 14). [El énfasis es mío]. Desde mi punto de vista, esta formulación hubiera impuesto a los administradores la carga de demostrar que sus decisiones respondieron a un juicio razonable y que estuvieron suficientemente informadas. Sin embargo, la última frase del artículo propuesto establecía que el administrador no sería responsable por los perjuicios derivados de sus decisiones, “a menos que se compr[obara] el incumplimiento de sus deberes, mala fe o la violación de la ley” (*Gaceta del Congreso* 797, 2015, p. 14). [El énfasis es mío]. En este caso, interpreto que el artículo exigía que fuera el demandado quien probara que el gestor incumplió sus deberes de cuidado y lealtad, actuó de mala fe o violó de alguna manera la ley. En síntesis parece que la carga probatoria se hubiera distribuido como se observa en la figura 2.

Figura 2. Distribución de la carga probatoria

	Demandante	Demandado
¿Qué debían probar?	Que el administrador incumplió alguno de sus deberes (cuidado y lealtad).	Que su decisión correspondió a un juicio razonable.
	Que el administrador actuó de mala fe al tomar la decisión.	Que su decisión correspondió a un juicio informado.
	Que el administrador violó la ley en la toma de la decisión.	

Fuente: elaboración propia.

Era tan confusa la distribución de la carga probatoria propuesta en el artículo, que la exposición de motivos parecía entender la regla como una presunción de hecho mientras que en el documento explicativo de la Superintendencia de Sociedades se le daba una interpretación más cercana a la de una excepción que debía proponer el demandado. En la exposición de motivos se sostenía que “se trata de una especie de presunción de hecho, según la cual se considera adecuada la conducta del administrador por las decisiones relacionadas con los negocios sociales, *a menos que estén presentes las situaciones irregulares aludidas*” en la norma (Álvarez-Correa, 2015, p. 20; Reyes, 2015a, p. 27). [El énfasis es mío]. Por su parte, en la presentación explicativa del proyecto la Superintendencia sostenía: “El principio de deferencia puede entenderse como una presunción refutable que tan solo cobrará vigencia

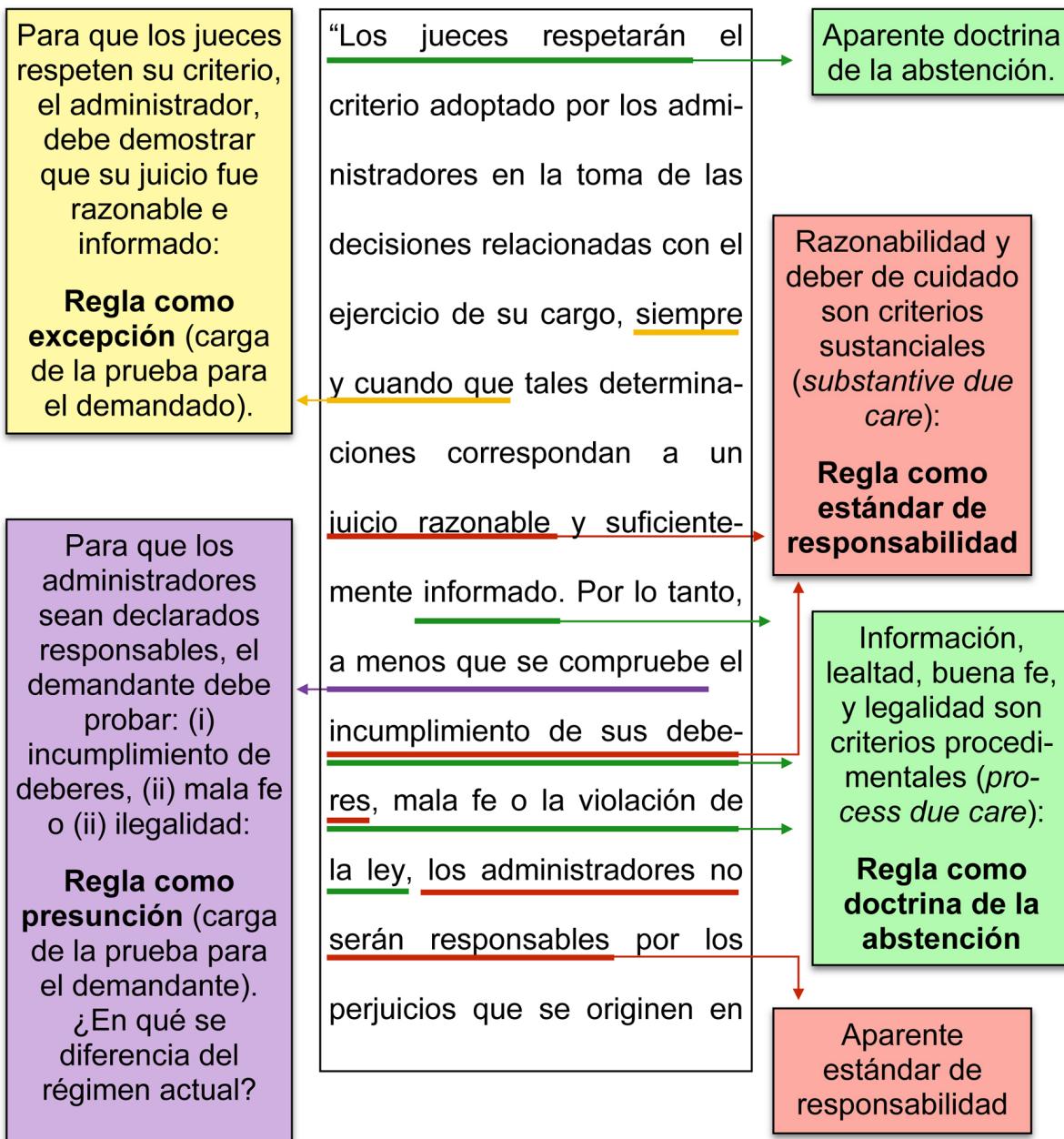
cuando se cumplan determinados presupuestos que han sido delimitados con precisión en el proyecto de ley” (Mendoza, 2015, p. 52). [El énfasis es mío].

Aunque en ambos documentos se hizo referencia a una presunción de hecho, en realidad las dos interpretaciones parecían diametralmente opuestas. En el primer caso, la presunción operaba siempre y cuando el demandado no la desvirtuara probando los supuestos que planteaba la norma (aunque no era claro a qué supuestos, exactamente, hacía referencia la exposición de motivos). En el segundo caso, la presunción operaba única y exclusivamente si se cumplían las condiciones de la disposición. Es decir, la regla aplicaba si el administrador lograba probar determinadas condiciones (tampoco era claro cuáles condiciones). Esto hubiera planteado serios problemas de incerti-

dumbre jurídica, en la medida en que no hubiera habido claridad sobre quién debía soportar la carga de la prueba. ¿Debía el demandante demostrar que la decisión fue irracional, insuficientemente informada, ilegal, desleal y tomada de mala fe? ¿O correspondía al administrado-

dor probar que no lo fue? En todo caso, parece evidente que la redacción propuesta podría ser objeto de retoques, en futuras ocasiones, que permitan despejar estas potenciales dudas. La figura 3 resume las tensiones y ambivalencias que presentaba la redacción de la propuesta.

Figura 3. Tensiones y ambivalencias de la regla en Colombia



Fuente: elaboración propia.

C. Ejercicio del tamiz: ¿se sostienen los fundamentos de la regla en el contexto colombiano?

En este punto evaluaré si se justifica adoptar el principio de deferencia en el contexto colombiano. Me gusta asimilar este análisis a un ejercicio de filtrado. El tamiz que voy a emplear es una premisa fundamental: el sistema societario en Colombia se caracteriza por una alta concentración de capital y una predominancia de sociedades cerradas. Las partículas que pasarán por el filtro serán las cinco justificaciones principales de la *business judgment rule*, expuestas en la primera parte de este artículo. Al final veremos cuáles de ellas superan la prueba y llegan al otro lado. Solo estas, en mi opinión, servirían para justificar la regla en Colombia.

1. El sesgo retrospectivo

El primer argumento pasa el filtro con holgura. El fenómeno del *hindsight bias* no es exclusivo de los jueces norteamericanos sino una tendencia comprobada en el comportamiento de los seres humanos en general. Tanto es así, que sobre ella han escrito autores de diferentes latitudes sin restringirla a sujetos de una cultura, nacionalidad o grupo particular (Cebriá, 2009; Fischhoff, 1975; Jolls et al., 1997). Absolutamente nada, entonces, indicaría que los jueces colombianos sean inmunes al sesgo retrospectivo. No puede sostenerse que poseen la capacidad de discernir *ex post* entre una decisión negligente y una decisión pruden-

te pero que produjo resultados negativos. Sin embargo, como anoté en la primera sección del artículo, esta tendencia no puede ser un argumento autónomo para defender la *business judgment rule*. Si bastara esta justificación, en otros casos ajenos al derecho societario los jueces deberían abstenerse de examinar a posteriori decisiones tomadas.

2. Incompetencia judicial

En mi opinión, esta segunda justificación ni siquiera debió pasar el filtro en contextos de capital disperso. El argumento de que los jueces no son expertos ni competentes en materia de negocios y por ende deben abstenerse de revisar decisiones empresariales es tan insuficiente en un entorno de dispersión de capital como en uno de concentración. Vale la pena reiterar lo dicho en la primera sección: existen múltiples disciplinas que, aunque especializadas y técnicas, no gozan de una protección similar a la que ofrece la *business judgment rule* para administradores de empresas. No existen reglas de deferencia al criterio del médico, del arquitecto, del ingeniero o del científico. Todas estas son profesiones especializadas y ajenas al conocimiento y experiencia de los jueces. Sin embargo, no existe abstención judicial al momento de fallar casos médicos, científicos o de ingeniería. En todas estas circunstancias, a diferencia de lo que ocurre con el inevitable *hindsight bias*, los jueces cuentan con herramientas que les permiten superar su inexperiencia: pueden valerse de pruebas técnicas y dictámenes de verdaderos expertos para suplir

sus conocimientos limitados y poder fallar (Arkes & Schipani, 1994, pp. 589-590; Bainbridge, 2008, p. 121; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 94).

Si este argumento fuera suficiente y sólido, necesariamente debería prohibirse la intromisión judicial en cualquier asunto que rebase la esfera de conocimientos y experiencia del juez. La inexistencia de semejante prohibición no hace más que indicar que la falta de experiencia empresarial de los jueces no es un fundamento que baste para imponerles el deber de mantenerse al margen de las decisiones de los administradores sociales. El hecho de que otros profesionales no cuenten con una protección similar, más bien, se explica porque otras justificaciones de la *business judgment rule* no les son extensivas. Por citar un ejemplo: en el ámbito médico no se fomenta la asunción de riesgos, como en la esfera societaria, ni existen dinámicas de mercado eficientes que sancionen a los profesionales y protejan a sus pacientes (Arkes & Schipani, 1994, pp. 623-628).

Dejando de lado la debilidad del argumento en abstracto, existen en mi opinión dos razones adicionales y concretas que derrumban su validez en el contexto colombiano. En primer lugar, reformas legislativas recientes han hecho posible en Colombia acudir a la justicia arbitral para impugnar las decisiones de administradores. Anteriormente, el artículo 194 del Código de Comercio imponía la necesidad de ir ante el juez ordinario para controvertir cualquier decisión de la junta directiva o de

socios, incluso si existía un pacto arbitral que dispusiera lo contrario. Con el artículo 40 de la Ley 1258 de 2008, se abrió la posibilidad de pactar estatutariamente someter a decisión de árbitros o amigables componedores las controversias que surjan en relación con la responsabilidad de los administradores de las sociedades por acciones simplificadas (Reyes, 2013b, p. 261). Por su parte, el nuevo Estatuto Arbitral Colombiano (Ley 1563 de 2012) derogó el artículo 194 del Código de Comercio, de forma tal que ahora estas controversias son perfectamente susceptibles de arbitramento, con independencia del tipo societario en que surjan (Mayorca, 2013, pp. 4-5).

En segundo lugar, a la Superintendencia de Sociedades se le han asignado funciones jurisdiccionales para resolver conflictos corporativos relativos, entre otras cosas, a la responsabilidad de los administradores. Con el propósito de crear una jurisdicción especializada en materia de sociedades, el mismo artículo 40 de la Ley 1258 de 2008 atribuyó funciones jurisdiccionales a la Superintendencia para resolver todos los conflictos societarios. Tal y como ocurrió con la posibilidad de acudir a mecanismos alternativos de solución de controversias, las funciones jurisdiccionales de la Superintendencia inicialmente se restringieron a las sociedades por acciones simplificadas. Posteriormente, con la promulgación del Código General del Proceso, esta competencia se extendió a los demás tipos sociales del Código de Comercio (Ley 1564 de 2012, art. 24; Reyes, 2013b, pp. 179-183).

Estas dos consideraciones permiten concluir que en nuestro país los jueces societarios han adquirido un importante nivel de especialización que los hace expertos y competentes para entender, examinar y decidir sobre asuntos de negocios. Tanto la posibilidad de resolver conflictos en la jurisdicción arbitral, de un lado, como la competencia jurisdiccional de la Superintendencia de Sociedades, por otro, fueron mecanismos diseñados precisamente para resolver la falta de especialización en asuntos empresariales, que se le reprochaba a los jueces ordinarios en Colombia (Reyes, 2013b, p. 192).

3. Aversión al riesgo

El tercer argumento, que además aparece expresamente en la exposición de motivos y en la presentación de la Superintendencia de Sociedades, no logra superar mi prueba de tamizado. Por varias razones considero que el fomento del riesgo no sirve para justificar la adopción generalizada de la *business judgment rule* en Colombia. Aunque la asunción de riesgos incentiva la innovación empresarial y la generación de riqueza, sin importar si el sistema societario es de capital disperso o concentrado, la tolerancia al riesgo que tienen los asociados no es uniforme en las sociedades abiertas y las cerradas. Para entender por qué esta justificación no pasa la prueba de tamizado hay que tener presente la premisa sobre la que se construye: los administradores tienen estímulos para evitar el riesgo mientras que los asociados están dispuestos a asumir ma-

yores riesgos para obtener mayores ganancias. La *business judgment rule* sería deseable en la medida en que logre alinear los intereses disímiles del agente (administrador) y el principal (socio o accionista). Sin embargo, este presupuesto básico no se sostiene fácilmente en el contexto colombiano, por dos razones principales. Primero, porque en los sistemas de capital concentrado este tipo de problema de agencia es poco común; suele haber una simetría general entre los intereses de administradores y asociados. Segundo, porque en lo que al riesgo se refiere la aversión no es exclusiva de los administradores; los socios o accionistas de compañías cerradas también tienden a compartirla.

Los problemas de agencia en un sistema de capital disperso son distintos a los de un sistema de concentración de capital. Alrededor de una sociedad pueden surgir tres tipos de relaciones de agencia. La primera de ellas —la central para efectos de este artículo— es la relación entre los dueños de la compañía (principales) y sus administradores (agentes). La segunda relación de agencia puede surgir entre asociados minoritarios (principales) y asociados mayoritarios (agentes). Por último, puede haber relación de agencia entre diferentes grupos de interés como trabajadores, acreedores y clientes (principales), por un lado, y la sociedad misma (agente), por otro lado (Armour, Hansmann et al., 2009a, pp. 35-40).

La concentración del capital puede servir para apaciguar algunos problemas de agencia y

exacerbar otros. Lo mismo puede decirse de un modelo de dispersión de capital. En este último, donde se presenta el fenómeno de separación entre la propiedad y el control, el problema de agencia más común es el primero. Entre más atomizadas estén las participaciones de una compañía, a menos presión se exponen los administradores y más pueden acentuarse los problemas de agencia entre ellos y los asociados (Bainbridge, 2008, p. 111). En los contextos de capital altamente concentrado, en cambio, se presenta una identidad entre la propiedad y el control de la sociedad en la medida en que los socios mayoritarios administran o tienen alta incidencia en la administración de la sociedad. Esto hace que los intereses de los administradores y de los socios o accionistas mayoritarios suelan estar alineados. El problema típico de agencia en países como Colombia, entonces, es el segundo. Los asociados que acumulan la mayoría de las participaciones en una sociedad tienden a incidir de manera importante en las decisiones de dirección y, además, pueden tener incentivos para privilegiar ilegítimamente sus intereses sobre el de los asociados minoritarios (Reyes, 2007, pp. 222-223; 2012, pp. 46-47).

Puntualmente en materia de riesgo, las actitudes de los administradores están comúnmente alineadas con las de los asociados en contextos de capital concentrado. Como veíamos, los defensores de la *business judgment rule* sostienen que en virtud de la teoría moderna del portafolio, los socios o accionistas tienden a diversificar sus inversiones y, por lo mismo,

prefieren que las compañías sean gestionadas de manera más arriesgada (Bainbridge, 2008, p. 115; Cebriá, 2009, p. 121; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 100). En un entorno como el colombiano, esta premisa no se sostiene cabalmente. De hecho, los socios de empresas cerradas por lo general no han diversificado sus inversiones y soportan con menor facilidad el riesgo. En este contexto los socios o accionistas invierten proporciones importantes de sus patrimonios en una sociedad sola cerrada. Adicionalmente, no tienen a su disposición un mercado desarrollado en el cual puedan enajenar sus participaciones de forma sencilla y expedita. Por si todo esto fuera poco, hemos visto que algunos asociados encuentran una fuente de sustento en los recursos que obtienen de sus compañías cerradas (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 229; Solomon & Palmeter, 1994, p. 206). Todo esto apunta entonces a que en sistemas de concentración de capital los asociados estarían menos dispuestos a que sus compañías sean gestionadas de manera arriesgada. La tolerancia al riesgo por parte de los asociados parece ser una característica mucho más generalizada en los contextos de capital disperso y sociedades abiertas que en entornos como el colombiano (Fischel, 1984, p. 1442).

De lo anterior puede entonces concluirse que la *business judgment rule* no puede fundamentarse en Colombia desde una perspectiva de asunción de riesgos. Primero, porque no hace falta una disposición que ayude a alinear los intereses de administradores y asociados en un contexto donde los problemas de agen-

cia de este tipo son muy escasos. Segundo, porque resulta completamente contradictorio y contraintuitivo fomentar decisiones de dirección arriesgadas cuando existe entre los asociados, por lo general, una aversión al riesgo. En este último escenario no estarían evitándose los problemas de agencia sino, más bien, propiciándose.

4. Garantía para potenciales administradores cualificados

El cuarto argumento tampoco pasa el filtro si se tienen en cuenta las circunstancias actuales del derecho societario colombiano. Sin embargo, debe hacerse la siguiente salvedad: si las demás disposiciones del Proyecto de Ley hubieran sido aprobadas —particularmente las relativas a acciones de responsabilidad— es posible que esta justificación hubiera adquirido mayor relevancia. Digo que actualmente la justificación no se sostiene en Colombia porque sencillamente no existe hoy en día una verdadera amenaza de responsabilidad que pueda atemorizar a potenciales administradores. En los veinte años que lleva vigente la Ley 222 de 1995, no se ha proferido ni una sola sentencia definitiva en la que se comprometa la responsabilidad de gestores (Álvarez-Correa, 2015, p. 22; Mendoza, 2015, p. 34; Reyes, 2015a, p. 34). Estudiar las razones detrás de este fenómeno rebasaría el alcance y los objetivos de este artículo. Basta con señalar que la ineeficacia de las normas procesales y sustanciales en materia de responsabilidad de administradores hace que

no existan amenazas creíbles que ahuyenten a individuos cualificados y los disuadan de ocupar cargos administrativos y de gestión empresarial.

El proyecto de reforma pretendía precisamente resolver esta falta de eficiencia mediante la adopción de la nueva acción derivada, a través de la cual cualquier asociado hubiera podido demandar la responsabilidad de los administradores sociales sin necesidad de obtener la autorización previa de la asamblea general de accionistas o de la junta de socios. Precisamente por la concentración de capital que identifica a nuestro sistema, es altamente improbable (por no decir imposible) que los asociados mayoritarios aprueben, en el máximo órgano, el ejercicio de una acción social de responsabilidad contra los administradores cuando por lo general son ellos mismos quienes controlan la dirección de la compañía (Álvarez-Correa, 2015, p. 22; Reyes, 2015a, p. 34). Solo en caso de que en el futuro se introduzca una acción derivada, como la que proponía el proyecto de reforma, y logre dotar de eficacia a las normas adjetivas y sustantivas sobre responsabilidad de los administradores, podría pensarse que el principio de deferencia sería de alguna utilidad a la hora proteger a individuos competentes e incentivarlos para que gestionen sociedades.

5. Mercados que disciplinan y protegen

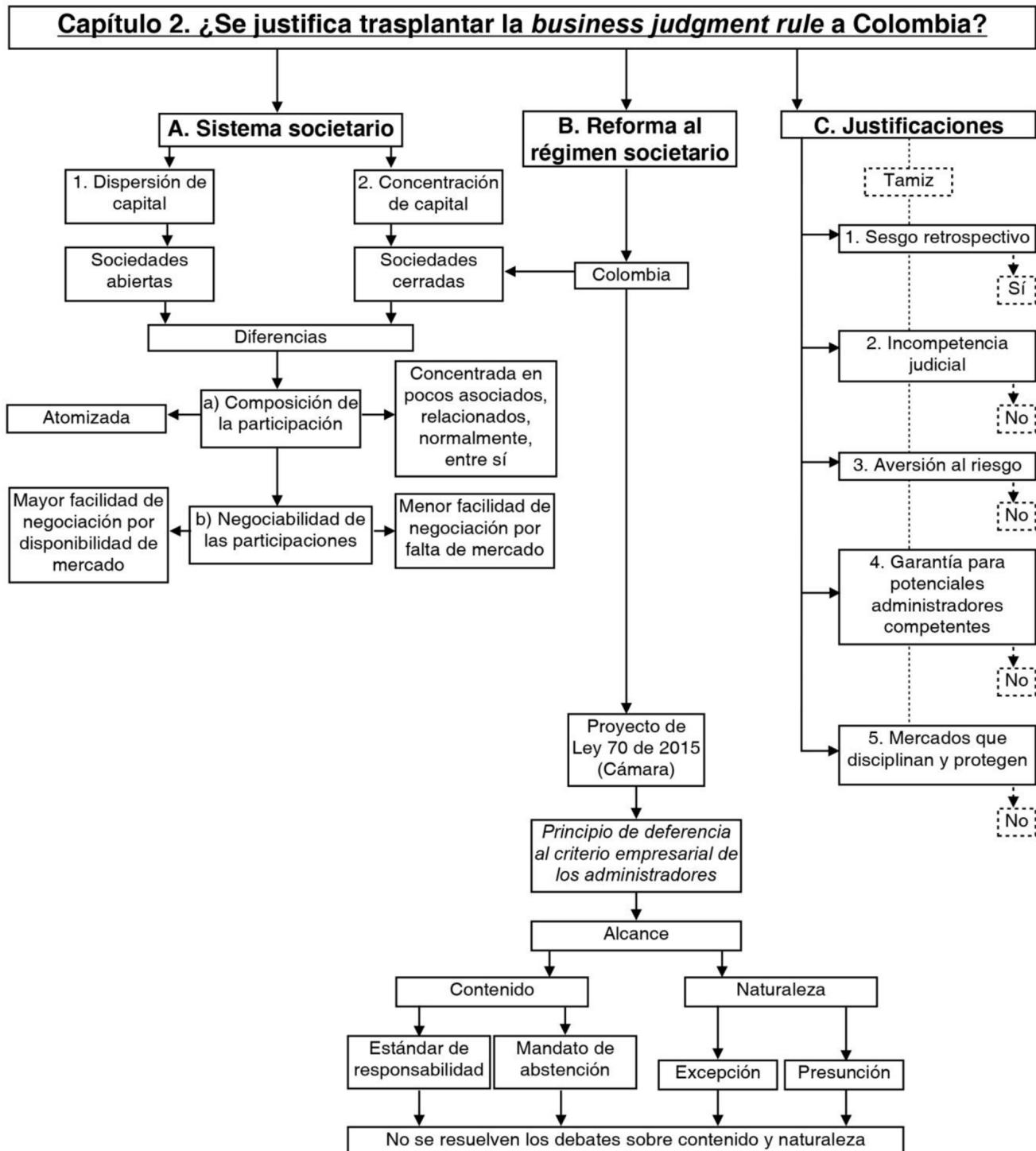
La quinta y última justificación no logra tampoco superar la prueba. Desde mi punto de

vista, este es el argumento menos compatible con el contexto societario colombiano. En la metáfora del tamiz, si se quiere, esta sería la partícula más grande. El argumento de las dinámicas del mercado que disciplinan a los administradores y protegen a los asociados está pensado única y exclusivamente para sociedades abiertas. Los autores que presentan esta justificación de la regla habitualmente hacen la salvedad de que su validez se restringe a sociedades con las características indicadas más arriba: primero, su composición accionaria se encuentra altamente atomizada y dispersa entre múltiples asociados y, segundo, sus participaciones se negocian libremente en un mercado de capitales que las dota de liquidez. Solo en estas sociedades puede hablarse de mercados que controlan el actuar de los gestores y que ofrecen a los asociados la posibilidad de desvincularse de la sociedad con facilidad mediante la venta de sus acciones. No existen mecanismos similares que cumplan las mismas funciones cuando se trata de sociedades cerradas (Cebriá, 2009, p. 124; Easterbrook & Fischel, 1991, pp. 96-97; Peoples, 1985, pp. 486-487).

En Colombia, insisto nuevamente, la inmensa mayoría de sociedades son cerradas y no participan en el mercado público de valores. Para el momento en que se elaboró este artículo, solo setenta y tres sociedades se encontraban inscritas en la Bolsa de Valores de

Colombia como emisoras de acciones (Bolsa de Valores de Colombia, 2015). Las pocas sociedades inscritas, por su parte, demuestran tener una elevada concentración de capital en cabeza de unos pocos accionistas. Esto apunta a que por regla general las compañías colombianas no tienen a su disposición los mecanismos de control y protección que ofrece el mercado de capitales y que se indicaron en la primera sección del artículo. Sin un mercado dinámico en el cual se puedan negociar las participaciones en sociedades cerradas, los asociados no cuentan con alternativas de salida. Tampoco se logra en este caso que el precio de las participaciones cumpla la función informativa que desempeña en mercados de capitales altamente eficientes. Como ya se vio, el poder informativo de los precios permite que se desarrollen otros mecanismos del mercado laboral y del mercado de control que cumplen la función de controlar la actividad de los administradores. A falta de dichas dinámicas, la función sancionatoria y protectora que podría desempeñar el juez no sería redundante. Es por esto que la misma Superintendencia de Sociedades reconoce sin ambages que esta justificación de la *business judgment rule* “ pierde toda su fuerza en sociedades cerradas o, incluso, en compañías que cotizan sus acciones en mercados ineficientes e ilíquidos” (Mendoza, 2015, p. 50). El esquema de la figura 4 sintetiza lo planteado en esta sección.

Figura 4. Esquema-resumen del capítulo 2



Fuente: elaboración propia, con base en las referencias citadas en esta sección.

III. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS PARA LA ADOPCIÓN DE LA REGLA

A. Resultados del filtrado y propuesta principal

De las cinco justificaciones que se analizaron, solo una logró superar la prueba del tamiz. El argumento del sesgo retrospectivo sigue teniendo validez incluso en entornos de capital concentrado. Sin embargo, este es un argumento que por sí solo no es suficiente para fundamentar la *business judgment rule*. También se encontró que la regla del buen juicio empresarial podría eventualmente brindar garantías para que sujetos cualificados asuman cargos como administradores de empresas —si y solo si se logra dotar de mayor eficiencia a las normas sobre responsabilidad de administradores—. Sin embargo, en el estado actual de cosas dicha justificación no se sostiene pues hoy es altamente improbable que un administrador social vea comprometida su responsabilidad personal por los resultados que produzca alguna de sus decisiones empresariales.

Las demás justificaciones no lograron conservar su poder persuasivo en el contexto colombiano. No es claro que el riesgo deba fomentarse. Más bien, incentivar una gestión arriesgada de los negocios podría llegar a despertar problemas de agencia entre administradores y asociados. Tampoco es claro que la falta de experiencia de los jueces sea motivo suficiente para vedarles la posibilidad de examinar decisiones de nego-

cios. Incluso puede argumentarse que actualmente la legislación colombiana garantiza que los jueces que conocen de asuntos societarios son altamente especializados y competentes para hacerlo. Por último, no existen en nuestro país mecanismos confiables de mercado que protejan a los asociados y controlen a los administradores de forma tal que la intervención judicial se torne innecesaria. Ante la evidente falta de sustento para incorporar la *business judgment rule* en el ordenamiento colombiano, en mi opinión, solo queda una alternativa razonable: evitar trasplantar —legislativa o jurisprudencialmente— la regla. En caso de que en futuros proyectos legislativos o desarrollos jurisprudenciales surjan argumentos adicionales que justifiquen perseverar en la intención de importar la regla, a continuación expongo algunas breves propuestas que podrían contribuir a un mejor trasplante.

B. Propuestas subsidiarias

Si definitivamente se encuentran razones de peso para introducir en Colombia la regla del buen juicio empresarial, valdría la pena corregir algunas de las deficiencias que, a mi juicio, tenía el Proyecto de Ley 70 (Cámara). Particularmente propongo que se plantee la regla de forma tal que resuelva claramente las discusiones que actualmente existen en torno a ella (1). Adicionalmente sugiero que, si la *business judgment rule* se llega a introducir por la vía legislativa, su formulación sea dispositiva en lugar de imperativa (2).

1. Zanjar discusiones

En el primer punto de este texto vimos que existen dos debates principales sobre la *business judgment rule* relacionados con su contenido y su naturaleza. En el segundo punto del artículo vimos también que el proyecto de ley reproducía esas ambivalencias. No es claro si la versión propuesta de la regla consagraba un estándar de conducta para los administradores o un deber de abstención por parte de los jueces. Tampoco era clara la naturaleza del principio de deferencia. La norma proponía una distribución compleja de la carga de la prueba. La exposición de motivos y el documento explicativo de la Superintendencia de Sociedades tampoco contribuyeron en gran medida a resolver las dudas sobre la dinámica probatoria que trae la *business judgment rule*. Sería entonces ideal que, en el futuro, las nuevas iniciativas legislativas o desarrollos jurisprudenciales hagan un esfuerzo por despejar la incertidumbre que envuelve a la norma e identifiquen la postura por la que se inclinaría Colombia en cada una de las dos discusiones.

2. Disponer en lugar de imponer

Tal y como estaba redactado el artículo en el Proyecto de Ley 70 de 2015, parecía que la *business judgment rule* en Colombia constituiría una norma imperativa que se pensaba aplicar a todas las sociedades sin que fuera posible pactar lo contrario. Puesto que el sustento y las virtudes de la regla son cuestionables en un contexto societario como el nuestro, con-

vendría en oportunidades legislativas futuras permitir que sean los mismos destinatarios de la norma quienes decidan si la adoptan o no. Es importante recordar que a través de las normas dispositivas el derecho societario ofrece a sus usuarios un modelo estandarizado de contrato social, que puede ser adoptado o modificado según las conveniencias particulares. En esa medida las normas dispositivas suelen ser percibidas, desde un punto de vista económico, como bienes públicos (Armour, Hansmann et al., 2009b, pp. 20-23). La pregunta evidente que se sigue, entonces, es si ese modelo estandarizado de contrato debería contener por defecto la *business judgment rule* o no contenerla. En otras palabras, ¿debería aplicarse la regla cuando en el contrato social no se diga otra cosa o, más bien, solo cuando el contrato la haya consagrado expresamente?

Las normas dispositivas deberían tener un contenido “mayoritario”. Como su propósito es aminorar los costos de contratación, su sentido debería reflejar las preferencias de la mayoría. Es decir, deberían contener condiciones que por lo general las partes bien informadas habrían pactado si se hubieran sentado a negociar en detalle su propio contrato social (Armour, Hansmann et al., 2009b, pp. 20-23; Easterbrook & Fischel, 1991, p. 34). Con estas consideraciones en mente, la norma dispositiva en Colombia debería ser la no aplicación de la *business judgment rule*. De cara al estudio que se realizó en la segunda parte del artículo, para la mayoría de sociedades colombianas el principio de deferencia no ofrece ventajas evidentes. Por el contrario, podría generar mayores problemas de

agencia entre administradores y asociados. Si en el futuro se presentan nuevas propuestas legislativas para introducir la *business judgment rule*, debería disponerse que la regla únicamente se aplique en aquellos casos en que la sociedad voluntariamente la acoja en sus estatutos.

Lo anterior permitiría que la *business judgment rule* se adopte solo en las sociedades que, por ejemplo, deseen fomentar una gestión arriesgada de sus actividades económicas o brindar garantías adicionales para atraer administradores cualificados. De la misma manera, el principio de deferencia podría ser adoptado estatutariamente por las pocas sociedades abiertas en Colombia que consideren que el mercado ya cumple las funciones de control y protección. Si en cambio la sociedad guarda silencio, se entenderá que hace parte del grupo mayoritario de compañías que no tienen incentivos para acoger la *business judgment rule*. En tal caso, sus administradores seguirían sometidos al régimen general del deber de cuidado y los jueces estarían siempre habilitados para examinar sus decisiones empresariales.

Referencias

1. Aldemar Tarazona Monter y otros c. Alexander Illich León Rodríguez (*Pharmabroker*), sentencia n.º 801-72 (diciembre 11, 2013). Obtenido de supersociedades: <http://www.supersociedades.gov.co>
2. Álvarez-Correa, C. (2015). Exposición de motivos al proyecto de ley 70 de 2015 Cámar. *Gaceta del Congreso* 594. Bogotá: Congreso de la República.
3. Arkes, H. R., & Schipani, C. A. (1994). Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias. *Oregon Law Review*, 73, 587-638.
4. Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009a). Agency Problems and Legal Strategies. In R. Kraakman (Ed.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.
5. Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009b). What is Corporate Law? In R. Kraakman (Ed.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.
6. Armour, J., Hertig, G., & Kanda, H. (2009). Transactions with creditors. In R. Kraakman (Ed.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.
7. Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 2EXC 28 (Delaware Supreme Court, 1984).
8. Arrow, K. J. (1974). *The Limits of Organization*. Nueva York: W. W. Norton & Company.
9. Arsh, S. S. (1979). The Business Judgment Rule Revisited. *Hofstra Law Review*, 8 (1), 93-134.

10. Bainbridge, S. M. (2004). The Business Judgment Rule as an Abstention Doctrine. *Vanderbilt Law Review*, 57(1), 83-130.
11. Bainbridge, S. M. (2008). The New Corporate Governance in Theory and Practice. New York: Oxford University Press.
12. Berle, A. A., & Means, G. C. (1968). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers.
13. Bolsa de Valores de Colombia. (2015). *Listado de emisores*. Obtenido de bvc.com: [http://www.supersociedades.gov.co](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas>Listado+de+Emisores
14. Branson, D. M. (2002). The Rule that isn't a Rule - The Business Judgment Rule. <i>Valparaiso University Law Review</i>, 36(3), 631-654.
15. <i>Brehm v. Eisner</i>, 746 A2d 244 (Delaware Supreme Court, 2000).
16. Capaul, M. (2003). <i>Corporate Governance in Latin America</i>. Washington, D.C.: World Bank.
17. <i>Capital Airports Holding Company v. CAH Colombia S.A.</i>, sentencia n.º 800-20 (febrero 27, 2014). Obtenido de supersociedades: <a href=)
18. *Carlos Hakim Daccach c. Jorge Hakim Tawil y otros*, sentencia n.º 800-52 (junio 9, 2016). Obtenido de supersociedades: <http://supersociedades.gov.co>
19. Cebriá, L. H. (2009). *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales. La Regla del -buen- juicio empresarial*. Madrid: Marcial Pons.
20. *Cede & Co. v. Technicolor Inc.*, 634 A.2d 345 (Delaware Supreme Court, 1993).
21. Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Overview: Corporate Governance in Latin America. In A. Chong & F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor Protection and Corporate Governance. Firm-Level Evidence across Latin America*. New York: Inter-American Development Bank, Stanford University and the World Bank.
22. Congreso de la República. (2015). Proyecto de Ley 70 de 2015 Cámara. Ponencia para primer debate. *Gaceta del Congreso* 797; 07/10/2015.
23. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Michigan Supreme Court, 1919).
24. Dooley, M. P. (1992). Two Models of Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 47, 461-527.
25. Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press.
26. *Edgar Orlando Corredor c. Induesa Pinilla & Pinillas, S. en C. y Juan Manuel Pinilla*,

- sentencia n.º 800-46 (mayo 11, 2016). Obtenido de supersociedades: <http://supersociedades.gov.co>
27. Eisenberg, M. A. (1993a). The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law. *Fordham Law Review*, 62(3), 437-468.
28. Eisenberg, M. A. (1993b). An Overview of the Principles of Corporate Governance. *Berkeley Law Scholarship Repository*, 8(1), 1271-1296.
29. Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
30. Fischel, D. R. (1984). The Business Judgment Rule and the Trans Union Case. *The Business Lawyer*, 40, 1438-1455.
31. Fischhoff, B. (1975). Hindsight “Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment under Uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1(3), 288-299.
32. *Getty Oil Co v. Skelly Oil Co.*, 255 A2d 717 (Delaware Supreme Court, 1969).
33. *Goldbold v. Branch Bank*, 11 191 (Alabama Supreme Court, 1847).
34. *Hodges v. New England Screw Co.*, 9 18 (Rhode Island Supreme Court, 1853).
35. *In re Trados Incorporated Shareholders Litigation*, Consol. C. A. No. 1512-VCL (Delaware Court of Chancery, 2013).
36. *Isabel Cristina Sánchez c. CIA del Infactor de Tránsito S.A.S.* y otros, sentencian.º 900-44 (julio 18, 2014). Obtenido de supersociedades: <http://www.supersociedades.gov.co>
37. Jolls, C., Sunstein, C. R., & Thaler, R. (1997). A Behavioral Approach to Law and Economics. *Stanford Law Review*, 50, 1471-1550.
38. *Julie Friedman v. Dara Khosrowshahi, et al.*, C.A. No. 9161-CB (Delaware Court of Chancery, 2014).
39. La Porta, R., LópezdeSilanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
40. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
41. *Leslie v. Lorillard*, 18 363 (New York Supreme Court, 1888).
42. Lowenstein, M. J. (1999). Shareholder Derivative Litigation and Corporate Governance. *Delaware Journal of Corporate Law*, 24(1), 1-26.
43. Manning, B. (1984). The Business Judgment Rule in Overview. *Ohio State Law Journal*, 45, 615-627.

44. Mayorca, C. (2013). Clases de arbitraje en la nueva Ley de Arbitraje. En C. C. d. Arbitraje (Ed.), *Estatuto Arbitral Colombiano. Análisis y aplicación de la Ley 1563 de 2012* (pp. 1-19). Bogotá, D. C.: Legis Editores S. A.
45. McMillan, L. (2013). The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine. *William & Mary Business Law Review*, 4(2), 521-574.
46. Mendoza, J. M. (2015). Reforma al régimen de los administradores sociales. En Superintendencia de Sociedades (Ed.), *Proyecto de reforma al régimen societario* (pp. 44-76). Bogotá, D. C.: Superintendencia de Sociedades, Foro del Jurista y Cámara de Comercio de Medellín.
47. Meyerson v. *El Paso Natural Gas Co.*, 246 (Delaware Court of Chancery, 1967).
48. Morocota Gold S.A.S. c. Wbeimar Alejandro Rincón Ocampo y Luz Mery Martínez Vergara, sentencia n.º 800-85 (julio 8, 2015). Obtenido de supersociedades: <http://supersociedades.gov.co>
49. Peeples, R. A. (1985). The Use and Misuse of the Business Judgment Rule in Close Corporations. *Notre Dame Law Review*, 60(3), 456-509.
50. Percy v. *Millaudon et al.* (Louisiana Supreme Court, 1829).
51. Posner, E. A. (2000). A Theory of Contract Law under Conditions of Radical Judicial Error. *Northwestern University Law Review*, 94(3), 749-774.
52. Reyes, F. (2007). Corporate Governance in Latin America: A Funcional Analysis. *Inter-American Law Review*, 39, 207-268.
53. Reyes, F. (2012). *Análisis económico del derecho societario*. Bogotá, D. C.: Legis Editores S. A.
54. Reyes, F. (2013a). *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea* (Cuarta ed.). Bogotá, D. C.: Legis Editores S. A.
55. Reyes, F. (2013b). SAS. *La sociedad por acciones simplificada*. Bogotá, D. C.: Legis Editores S. A.
56. Reyes, F. (2015a). Apuntes para una reforma al régimen de sociedades. En Superintendencia de Sociedades (Ed.), *Proyecto de reforma al régimen societario* (pp. 9-38). Bogotá, D. C.: Superintendencia de Sociedades.
57. Reyes, F. (2015b). Presentación. En Superintendencia de Sociedades (Ed.), *Proyecto de reforma al régimen societario* (pp. 6-8). Bogotá, D. C.: Superintendencia de Sociedades, Foro del Jurista y Cámara de Comercio de Medellín.
58. Serviucis S.A. c. *Nueva Clínica Sagrado Corazón S.A.S.*, sentencia n.º 800-73 (diciembre 19, 2013). Obtenido de supersociedades: <http://supersociedades.gov.co>

59. *Shlensky v. Wrigley*, 237 776 (Illinois Appellate Court, 1968).
60. *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 717 (Delaware Supreme Court, 1971).
61. *Smith v. Van Gorkom*, 488 858 (Delaware Supreme Court, 1985).
62. Solomon, L. D., & Palmiter, A. R. (1994). *Coporations: Examples and Explanations*. Boston: Little, Brown and Company.
63. *Sucesión de María del Pilar Luque de Schaefer c. Luque Torres Ltda. en liquidación*, sentencia n.º 800-51 (septiembre 1, 2014). Obtenido de supersociedades: <http://supersociedades.gov.co>
64. Superintendencia de Sociedades. (2013). *Informe sobre gobierno corporativo, de acuerdo con el informe 31 de prácticas empresariales*. Bogotá, D. C.: Superintendencia de Sociedades.
65. Ubelaker, M. H. (1981). Director Liability under the Business Judgment Rule: Fact or Fiction? *Southwestern Law Journal*, 35, 775-802.
66. World Bank. (2015). Total Listed Domestic Companies. Obtenido de worldbank: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO/countries/CO?display=default>