

# **APROXIMACIONES AL GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA: INCURSIÓN Y DESARROLLOS ACTUALES**

## **Perspectivas de aplicación en el Mercado de Valores**

*Federico Vélez Pachón\**

### **RESUMEN**

El presente documento busca estructurar un marco conceptual simplificado acerca de las nociones básicas que conforman el *Gobierno Corporativo* y del régimen normativo que lo cobija en Colombia. Se hace énfasis en su influencia sobre los agentes participantes del Mercado de Valores (emisores e inversionistas). Más específicamente, el artículo trata el rol del sistema legal y regulatorio colombiano en su aparición y desarrollo. Al basarse en *el estado actual de cosas*, en la exposición se plantean algunos horizontes de aplicabilidad del Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores colombiano como herramienta que viabiliza la estabilidad, la seguridad y la confianza del sector.

**Palabras clave :** Gobierno Corporativo, Grupos de interés.

### **ABSTRACT**

*This paper presents a simple framework that brings together basic ideas about Corporate Governance and its current normative regime in Colombia. The author focuses on the influence of corporate governance on the agents that participate in the Stock Market (emitting agents and investors). Specifically, the paper discusses the role the legal and regulatory system in Colombia plays in the development of Corporate Governance. Based on current literature and on the legal environment, the article shows some of the ways in which Corporate Governance can be used in the Colombian Stock Market as a tool that makes the sector's stability, security, and confidence possible.*

**Keywords:** *Corporate Governance, Stakeholders.*

---

\* Abogado y magíster en Derecho Económico. Actualmente es profesor del Departamento de Ciencia Jurídica y Política de la Pontificia Universidad Javeriana Cali.

## CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Deviene irrefutable el carácter de realidad socioeconómica manifiesta que, en la actualidad y como consecuencia de su desarrollo evolutivo, tienen las sociedades comerciales. Aún más, si se tiene en cuenta la gran preponderancia de estas instituciones en la órbita económica. Con gran acierto afirma Garreta Such que es metodológicamente impropio aproximarse al estudio de éstas, *“pretendiendo viviseccionarlas aisladamente, desconectadas de la realidad en que se mueven, y referirlas única y exclusivamente con sus partícipes. En un mundo como el actual, en donde se nos califica como homo economicus, todo aquello que afecte a las sociedades mercantiles puede influir directa o indirectamente en cada uno de nosotros”*<sup>1</sup>. Se entiende, entonces, que de las dinámicas y de los fenómenos de mercado se derivan efectos tangibles sobre sus agentes participantes. En este orden de ideas, y en procura de interrelacionar la anterior hipótesis con el tema que nos ocupa, es menester señalar que es aquí donde encuentra asidero la significación de aproximarse a nociones conceptuales que, desde diversas dimensiones, conforman el *Corporate Governance*. Éstas pueden ser vistas como las herramientas que encauzan las mejores prácticas de gobierno interno de las empresas de capital, y que redundan en beneficios globales, no sólo para los accionistas, sino, también para terceros con interés sobre las mismas y para la comunidad en general.

Se vislumbra la esencia teleológica del Gobierno Corporativo en relación con sus efectos en el ejercicio de las compañías y, por contera, su impacto sobre la economía. Se transparenta, entonces, la eficacia del Gobierno Corporativo para efectos de la consecución de su finalidad general, *la cual es disminuir la percepción del riesgo en los mercados para los acreedores e inversionistas, fortaleciendo así las posibilidades de crecimiento sostenido de las empresas.*

Los temas abordados en el presente artículo permiten un acercamiento inicial a la trascendencia que para el mundo económico actual ha adquirido el Gobierno Corporativo. Habrá que tener en cuenta, por lo tanto, la evolución evidenciada, que va desde las primigenias manifestaciones legales concernientes a los regímenes de responsabilidad que recaen sobre los entes de administración de jerarquía

---

<sup>1</sup> GARRETA SUCH, José María. *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores*, Editorial Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 27.

superior de las sociedades mercantiles, hasta las modernas concepciones aplicables a las corporaciones de mayor trascendencia en los mercados.

Desde esta óptica se puede comprender por qué, en las últimas décadas, la ciencia del Derecho se ha visto en la necesidad de dinamizarse en procura de regular esta palpable manifestación social. Es decir, que manteniendo su especificidad como saber, y la articulación y coherencia interna de sus principios y conceptos, se ha venido abriendo a la interdisciplinariedad en la búsqueda de un mejor conocimiento y tratamiento de los fenómenos y problemáticas de los distintos ámbitos de la conducta humana por él reglados. Así, pues, que como resultado lógico del impacto que tiene la empresa y sus diversas manifestaciones, tal como lo es el Gobierno Corporativo, el Derecho ha reaccionado casi de manera natural para darle la relevancia actual. Ésta se irá incrementando de manera progresiva, en consonancia con los nuevos horizontes que planteen las realidades económicas.

El Gobierno Corporativo, como moderna teoría de la administración y control empresarial, en su implementación concreta tiene que ver con problemas centrales y definitorios en los niveles de eficiencia tales como la toma de decisiones, la transparencia de la información y la resolución de conflictos, ámbitos éstos estudiados por distintas disciplinas sociales, realizándose así la sinergia existente entre la ciencia jurídica y otras áreas del conocimiento. El cauce normal de las relaciones sociales conduce a su “*economización*”, pues indefectiblemente “*lo económico va impregnando el pensamiento de la sociedad provocando una constante interrelación entre lo económico y lo jurídico*”<sup>2</sup>.

Desde estos enfoques se despliega el panorama teórico que permitirá abordar el estado de la cuestión del régimen normativo que cobija al *Gobierno Corporativo* en Colombia y, posteriormente, su injerencia sobre los agentes participantes en el Mercado de Valores.

---

<sup>2</sup> *Ibíd.* p. 26.

## 1. EL GOBIERNO CORPORATIVO

### 1.1 Aspectos generales

### 1.2. Algunos comentarios básicos sobre el Conflicto entre el Agente y el Principal

La introducción de parámetros para el gobierno de las sociedades, en un primer estado, encuentra su razón de ser en la necesidad de oponerse a la contingencia de que se generen problemáticas en el interior de la empresa, cuando se presenta una delegación de facultades potestativas a los administradores por parte de los propietarios de las mismas en el ámbito de la toma de decisiones. Es decir, cuando se analizan las vicisitudes ocasionadas por la separación entre la propiedad y el control de la empresa<sup>3</sup>. Fue Adam Smith quien dio luces sobre el tema cuando al hablar de las compañías por acciones describió un típico conflicto de agencia en éstas: *“De los directores de tales compañías sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio”*. Con respecto al pensamiento clásico de Smith, con Benavides Franco se puede concluir que *“Si el término Gobierno Corporativo se hubiese implementado en la época de Adam Smith, este debería ser la expresión de las medidas o acciones de los gerentes que respondieran al objetivo de crear riqueza para los accionistas. Esta visión estaría relacionada con los costos de agencia que surgen debido a los intereses divergentes entre el gerente y los accionistas, cuando se establece un contrato por el cual el gerente se compromete a dirigir la compañía de los accionistas”*<sup>4</sup>. El inconveniente cardinal del citado contrato se liga a la imposibilidad de suscribir un negocio jurídico que, de manera previa, comprenda todas las contingencias que puedan enfrentar los accionistas y los administradores, precisamente, como consecuencia de la discrecionalidad decisoria de éstos y que podrían representar detrimento en los intereses de aquellos. Es aquí donde surge la imperiosa necesidad de introducir la noción del *“buen gobierno”* al entorno corporativo. Este concepto recoge los principios que deben ser el derrotero a seguir por los entes superiores de administración y de control de la empresa sobre la base de directrices predefinidas.

---

<sup>3</sup> Este asunto fue planteado por Berle y Means, para mayor información: BERLE, A. et al. *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, New York, 1932.

<sup>4</sup> BENAVIDES FRANCO, Julián. *Libro blanco de Gobierno Corporativo*. Historia del Gobierno Corporativo. Confecámaras.

Las primeras teorías sobre el Agente y el Principal fueron esgrimidas por Ross y, en efecto, conviene realizar un acercamiento a ellas con el fin de comprender el fenómeno en *tratándose del funcionamiento administrativo de la empresa*. Resulta claro que el tema del Principal y del Agente no se circunscribe, bajo ninguna óptica, a la administración interna de una compañía y a la interrelación entre sus accionistas y administradores. Se le ha dado este enfoque con el fin de dirigirlo a la gobernabilidad empresarial, pero, es bien sabido que esta temática es extensa. Así, por ejemplo, para aplicaciones de la teoría del Agente y el Principal tenemos las relaciones entre: empleadores y empleados, prestamistas y prestatarios, arrendadores y arrendatarios, aseguradores y asegurados, etc.<sup>5</sup>

Cualquier relación contractual establecida entre el *Principal*, entendido como aquel que detenta la propiedad, y el *Agente*, a quien le es arrogada la función administrativa, denota marcadas asimetrías de información entre las partes, puesto que ésta se encuentra de manera segmentada para cada una de ellas, acrecentando la incertidumbre. Por ejemplo, en una sociedad anónima colombiana dedicada a un sector específico de la economía, como el de los textiles, es muy factible que el gerente y, hasta los miembros de la junta directiva, manejen información muy detallada sobre la producción, los balances de la compañía y el crecimiento o decrecimiento del sector textilero; en cambio, los accionistas pueden llegar a obtener una información demasiado general sobre los rendimientos, además de que se sujetan a las periodicidades determinadas en las que pueden acceder a ésta, como cuando le son entregados los estados financieros a la asamblea general. Esta desigualdad entre los accesos a la información, de unos y otros, podría llevar a que en el intercambio o en las transacciones a realizar entre Principales y Agentes, estos últimos se vean beneficiados por tener información pertinente que los Principales desconocen totalmente provocando distorsión a la hora de tomar decisiones. Este problema de la información podría ocasionar conductas oportunistas por parte de quien puede usar la mejor información, generando una distribución desigual de las ganancias del intercambio, o sea, que para el caso en cuestión los administradores podrían obtener beneficios a costa de los accionistas.

De esta manera, se generarían altísimos costos para los accionistas deseosos de ejercer monitoreos y vigilancia más severos sobre los administradores de la sociedad. Es decir, sobre los que quieran crear sus propios sistemas de información con la intención de que no sean conculcados sus intereses. Las contrariedades

---

<sup>5</sup> Para obtener información sobre el tema del Agente y el Principal: ROSS, S. “*The Economic Theory of Agency; The Principal Problem*” en *American Economic Review*, vol. 63, número 2, mayo de 1973. STIGLITZ J. “*The principal-agent problem*”. Citados en: AYALA ESPINO, José. *Instituciones y Economía*. Editorial fondo de cultura económica. México, 2000. p. 154-155.

surgidas como secuela directa de la información incompleta o de las asimetrías, son una de las fuentes más trascendentes que componen el aumento en los costos de transacción<sup>6</sup>. Al fin de cuentas, tanto, Agentes como Principales terminan promoviendo vías estratégicas conjuntas en procura de resolver conflictos sobrevinientes, pues, saben que las decisiones tomadas por el Agente afectan directamente al Principal y que cada uno de éstos tiene una percepción distinta de los niveles de riesgo que la compañía está dispuesta o en capacidad de asumir.

Para el caso que nos atiene, los accionistas y los administradores de la compañía establecen estatutaria o contractualmente mayores niveles de control y de responsabilidad de los ya exigidos por la ley mercantil, además, de que pueden definir los derechos, los deberes y las obligaciones entre las partes, fijando así los niveles de riesgo asumidos y los incentivos apropiados y adecuados para que haya eficiencia. La cuestión de los incentivos es de una gran relevancia para disuadir el *riesgo moral*. Partiendo de la premisa del egoísmo de los individuos se puede suponer que los administradores pueden llegar a presentar conductas tendientes a evadir responsabilidades cuando la labor encomendada en el mandato le resulte desagradable. Entonces, dentro de esos pactos generadores de eficiencia se deben considerar incentivos positivos, como una remuneración que resulte atractiva para el administrador superando los niveles del salario de oportunidad, y, de la misma forma, contar con incentivos negativos fundamentados en altos parámetros de control de funciones que lo hagan evitar ser descubierto en el incumplimiento o en la omisión de sus deberes.<sup>7</sup>

Esto revela que ante los problemas de la información, los individuos se ven avocados a instaurar mecanismos de organización económica con el objeto de enfrentar la incertidumbre generada y disminuir la potencialidad de generación de mayores riesgos. En el supuesto fáctico examinado, los actores acuden a la figura contractual para poder fijar los derechos persiguiendo el objetivo de minimizar los costos de transacción y, de esta manera, maximizar los beneficios.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Para una completa información sobre el tema de los costos de transacción: CHEUNG, S. N. S. "Economic Organization and Transaction Costs", 1987. NORTH, D. C. "Institutions and Transactions Cost Theory of Exchange", 1990, en The New Palgrave. Dictionary of Economics, McMillan, Londres, 1987. WILLIAMSON, O. "Transaction Costs Economics; the governance of contractual relations", en Journal of Law and Economics, No. 22, Vol. 71, 1979.

<sup>7</sup> SCHOTTER, Andrew R. *Microeconomía. Un enfoque moderno, La organización interna de la empresa*, editorial CECSA, México, 1998, p. 290.

<sup>8</sup> NORTH, D. *Institutions, Institutional change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990, p. 37-43.

Se debe tener en cuenta que los contratos realizados por los administradores de la empresa de textiles, como agentes encargados de representar sus intereses en los negocios, implican incurrir en *costos de agencia* para la suscripción y la ejecución del contrato, en procura de impedir efectos aún más adversos a futuro causados por el problema del Agente y el Principal. Estos *costos de agencia* están conformados por los ya mencionados costos de transacción (vinculados a la formalización del contrato), sumado a los costos de vigilancia (propios al seguimiento del contrato), más los costos de garantía (derivados de la contratación de seguros de cumplimiento) y por las pérdidas residuales<sup>9</sup>.

El anterior<sup>10</sup> constituye un referente simple, pero, ilustrativo de por qué las actuales tendencias conducen a que, para el correcto desempeño de las empresas, éstas acojan medidas correctivas y preceptivas, tal como las concibe el Gobierno Corporativo en materia de delegación de funciones y de responsabilidades, de órganos de control, de trato equitativo entre los accionistas, de transparencia de la información, etc.

Como corolario de las anteriores consideraciones se debe acotar que las modernas concepciones analíticas han identificado tres expresiones del *conflicto de agencia* dentro de las formas asociativas empresariales. La primera de ellas, corresponde al tema, ya evaluado, de las relaciones entre los accionistas y los administradores de las compañías. En segundo lugar, se presentan las tensiones que pueden surgir como consecuencia de las relaciones entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios al tratarse el tema del control de la sociedad, al evidenciarse que las mayorías decisorias podrían afectar a los que tienen menor poder. Y, por último, todo lo relativo a la relación entre la sociedad misma y los *stakeholders* (grupos de interés).<sup>11</sup>

Ahora bien, este breve atisbo al tema de *conflicto de agencia* proporciona señales que posibilitan asentar ideas para casos concretos de la economía colombiana, específicamente, en el sector financiero. Al ser éste un sector regulado,

---

<sup>9</sup> VELASCO, Gaudencio Esteban. La renovación de la estructura de la administración. Escrito de la Colección Garrigues & Andersen en el libro llamado "El Gobierno de las sociedades cotizadas". Marcial Pons 1999, p.158. citado por: USTARIZ GONZÁLEZ, Luis Humberto. "Corporate Governance evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea", p. 17.

<sup>10</sup> El ejemplo es adaptación de AYALA ESPINO, José. *Instituciones y Economía*. Editorial Fondo de Cultura Económica. México, 2000. p. 156.

<sup>11</sup> Kraakman, Reinier H. "The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach", Oxford. Citado en: RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. *Documento conceptual del Gobierno Corporativo*, Superintendencia Financiera de Colombia, 2006, p. 6.

presenta varias manifestaciones como lo son: La Superintendencia Financiera de Colombia, como ente administrativo facultado para el control y vigilancia de los actores participantes en el mercado, regula y supervisa la prestación, sostenimiento y funcionamiento de los servicios financieros; así, pues, actúa como el *Agente* que representa los intereses de los usuarios del sistema, quienes serían los *Principales*. Por su parte, una entidad bancaria, prestadora del servicio financiero, actuaría como el *Agente* de la Superintendencia Financiera, quien obviamente sería el *Principal*. Y, en armonía con el ejemplo anteriormente expuesto, los administradores de dicha entidad bancaria serían los *Agentes* de los accionistas de la misma, quienes serían los *Principales*.<sup>12</sup>

### 1.3. Noción conceptual de Gobierno Corporativo

En un segundo estado, el Gobierno Corporativo ha desbordado la equívoca noción primigenia que apuntaba hacia una simple organización jerárquica dentro de la empresa, encargada del repartimiento de funciones y responsabilidades, hacia una comprensión mucho más amplia; pues, se entiende la sinergia existente entre aquel y el desempeño de la compañía y sus efectos globales en la economía. Bien sea desde una perspectiva empírica o desde una visión teórica, el Gobierno Corporativo ha evolucionado desde un concepto netamente financiero, concerniente al retorno de utilidades sobre la inversión, esperado y exigido por los inversionistas, a uno que incluye aspectos relativos al andamiaje de la organización misma. Decimos, pues, que el Gobierno Corporativo supera al conjunto de relaciones entre los participantes de la empresa y se encarga de garantizar un tratamiento justo y equitativo para cada uno de ellos. Se convierte así, en una piedra angular de la estructura empresarial hasta el punto de ser el eje promotor de incentivos que generen inversión para ésta. Ello es posible ya que se materializa un ambiente propicio de seguridad en el desarrollo del objeto social y, de esta manera, se superan las trabas existentes como son las asimetrías de información en el ejercicio económico en el mercado, así como la imposibilidad de la implementación de contratos que se encarguen de manera *ex ante* de comprender las eventuales problemáticas que surjan.

Las relaciones económicas de la empresa deben ser observadas desde dos ángulos, correspondiendo el primero de ellos a sus aspectos *internos* atinentes al desempeño (la toma de decisiones, los controles de gestión, la estructura de capital, etc.). El segundo aspecto, en cambio, corresponde a las relaciones *exógenas* que tienen

---

<sup>12</sup> El ejemplo es adaptación de ZAJAC, E. *Political Economy of Fairness*, The MIT Press, Cambridge, 1995. p. 56.



relevancia directa como lo son las limitantes legales, asociadas al funcionamiento y al control, y el dinamismo del mercado, entre cuyos componentes se puede destacar el grado de competencia existente en éste.

En este orden de ideas, y al relacionarse la concepción de *Gobierno Corporativo* con la del ejercicio de la administración de la sociedad, corresponde ahora examinar la trascendencia que, para el mundo económico, presentan el mejoramiento y la preservación de los *grupos de interés* en las empresas.

En el ejercicio de las sociedades se producen rentas influenciadas por las externalidades económicas que desnivelan los valores globales. Esas rentas no pueden ser asignadas *ex ante*, y requieren de un control posterior pues, como ya se mencionó, no es viable un pacto previo que avizore las eventualidades. Es decir, que las decisiones a tomar sobre dichas rentas deben ser *ex post*. Al derecho que sobre éstas recae se le conoce como el control residual, y en las corporaciones modernas le corresponde, en principio, a los accionistas. Para trascender dificultades asociadas a la anterior situación, se debe conformar un ente interno, de jerarquía superior, que, sujeto también a control, esté facultado en materia decisoria sobre los diversos temas que afectan la sociedad y sus intervinientes. La importancia de la aplicación de un adecuado Gobierno Corporativo radica en ofrecer un conjunto de condiciones que garanticen a los diferentes *stakeholders* que podrán recuperar su inversión, más alguna remuneración por ella. Esta visión cuestiona la lógica de que todo el derecho al control residual deba recaer sobre los accionistas. Es diáfana, por lo tanto, la tesis que consagra la trascendencia del Gobierno Corporativo desde el punto de vista de la distribución de rentas, pero, también, se ha de resaltar que éste juega un papel fundamental en la asignación eficiente de recursos dentro de la empresa.<sup>13</sup> Es menester destacar que dentro de la noción de Gobierno Corporativo, se introduce el concepto de “*stakeholders*” o grupos de interés, que amplía el número de sujetos que tienen un interés directo en el correcto funcionamiento de la sociedad. Entre estos están: los empleados de la compañía, los tenedores de títulos, los órganos de regulación, control y vigilancia, los competidores y los acreedores.

La OCDE (Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo) define la gobernabilidad corporativa como: “*El sistema por el cual las empresas del sector público y el sector privado son dirigidas y controladas*”. Así, pues,

---

<sup>13</sup> LEFORT, Fernando. “*Gobierno Corporativo: ¿Qué es y cómo andamos por casa?*”. En Cuadernos de Economía, Año 40, N° 120, p. 207-237 (Agosto 2003). Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

que la estructura del Gobierno Corporativo especifica la distribución de los derechos y de las responsabilidades entre los diversos actores de la empresa, como por ejemplo, la junta directiva, el presidente, los accionistas y otros terceros aportantes de recursos.

#### **1.4. El Gobierno Corporativo como valor agregado de las empresas**

La estructura de Gobierno Corporativo a ser adoptada debe adaptarse al marco institucional en el que se desenvuelve la empresa. Para estos fines es menester tener en cuenta los grados de protección a los inversionistas, los sistemas económicos imperantes y los niveles de concentración de la propiedad. Aún así, existen mecanismos que buscan la superación de los condicionamientos que sujetan el establecimiento de estructuras corporativas conduciéndolas a su adecuación más allá de los factores externos esbozados. En procura de alcanzar esta finalidad se debe acudir a lo expuesto por el teorema de Coase, el cual señala que, *bajo ciertas condiciones, los participantes del mercado organizarán sus transacciones de manera eficiente*. En consonancia con los criterios esenciales del Gobierno Corporativo, dichas condiciones se refieren a que los derechos de quienes tienen interés en la empresa se encuentren bien delineados y determinados, asimismo, como que sean bajos los costos, que se generen como consecuencia de confeccionar y ejecutar los contratos que cubran las eventualidades y su cumplimiento. De esta manera, y, a través del prisma de la competencia en el mercado, dicha eficiencia en las transacciones se medirá según los mejores resultados para la empresa a los menores costos. La aplicación del *modelo coasiano*, para estos fines, posibilita superar las desavenencias de las limitantes legales y regulatorias, pero, para que esto ocurra, se debe presentar un sistema judicial que haga cumplir dichos contratos frente a los potenciales incumplimientos.

Con fundamento en los estudios realizados por Grossman y Hart, resulta más que interesante adentrarse en el análisis de por qué es conveniente para los agentes racionales del mercado la creación de empresa en el mundo económico, entendiéndola como aquel conjunto de interrelaciones en el mercado administradas por medio de contratos incompletos, que estipulan una relación jerárquica o una administración unificada. Estas tesis, influenciadas directamente por la corriente de la nueva microeconomía, suponen superponerse a las directrices que la microeconomía clásica exponía en torno al tema de la empresa (el dualismo mercado-empresa o mercado-organización), basando su argumento en la noción del contrato como contrapeso a las ya mencionadas eventualidades sobrevinientes. La microeconomía clásica idealizaba la función de la empresa en torno a su producción, reduciéndola a las relaciones del orden tecnológico de dos maneras:

la primera, consistente en supeditar los factores de producción a reglas ajenas al mercado, más específicamente haciendo alusión al orden jerárquico interno de la empresa, y, la segunda, enfocándolas a las externalidades; es decir, a las contingencias del intercambio mercantil. Y es, precisamente, aquí donde se explica la dualidad mercado-empresa en la asignación de recursos. Pero, el desarrollo teórico de la microeconomía vislumbró nuevas luces, tal como lo expuso Williamson (1975), pues, los estándares tecnológicos devienen insuficientes y el factor predominante debe ser los *costos de producción*, refutando las ideas clásicas. De esta manera, se entiende que el surgimiento de la empresa es natural, puesto que lo que pretenden los agentes es minimizar los *costos de transacción* elaborando mecanismos de asignación de recursos, basados en la jerarquía, alternativos a aquellos del mercado. Fue esta, pues, una reacción a la incompatibilidad presentada por la racionalidad de los agentes expuesta por las corrientes clásicas frente a los problemas lógicos del mercado como los informacionales y estratégicos.<sup>14</sup>

Desde la óptica de los anteriores supuestos, una empresa que haya incorporado mejores prácticas corporativas a través de la implementación de códigos de buen gobierno tiene una alta tendencia a demostrar mejores niveles de eficiencia y de transparencia en el mercado, razón por la cual los inversionistas se verán atraídos a trasladar sus caudales de inversión a aquellas corporaciones que demuestren mayores niveles de seguridad en el retorno de la inversión y, asimismo, atraerán a los que tienen aversión al riesgo. Se puede concluir que una adopción generalizada de estándares elevados de gobernabilidad empresarial, por parte de las compañías participantes de los diversos mercados, puede disminuir en grandes niveles los problemas de la información en éstos; pues, se generaría una gran *transparencia* en el mercado fomentada por la seguridad en la conducta de los agentes. Conviene recordar que estos problemas se presentan en los casos de información incompleta, generando aversión al riesgo y selección adversa, o cuando se evidencia de manera asimétrica, causando fenómenos como el riesgo moral y los problemas de agencia y principal.

Se entiende que la aplicación de buenas prácticas de gobierno societario ayuda a las compañías a disminuir los costos de capital al ofrecer mecanismos más eficaces para la creación de negocios competitivos. Del mismo modo, se debe señalar que estas prácticas les proporcionan un valor agregado, sobre todo en dos puntos centrales: en los mayores controles sobre la administración de la sociedad, que

---

<sup>14</sup> CAHUC, Pierre. *La nueva microeconomía*, editorial Alfa Omega, 2001, en coedición con la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia. p. 96-102.

permiten adoptar perspectivas estratégicas; y en los mayores niveles de exigencia en la capacidad y experiencia de los administradores de las compañías que suministran valor agregado real en las tomas de decisiones.

Se demuestra, pues, cómo los beneficios de un buen gobierno en términos de creación de valor a largo plazo aumentan la confianza de los *grupos interesados* en el conveniente andar de la empresa.<sup>15</sup>

#### 1.4.1. Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades

*“Cada vez más, la OCDE y sus gobiernos miembros han reconocido la sinergia entre las políticas macroeconómicas y las políticas estructurales. Un elemento clave para mejorar la eficiencia económica es el Gobierno Corporativo, el cual involucra un conjunto de relaciones entre la gerencia de la compañía, su junta, sus accionistas y otros stakeholders. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual los objetivos de la empresa son fijados y los medios para lograr dichos objetivos y monitorear el desempeño son determinados. El buen gobierno corporativo debe proveer los incentivos adecuados para que la junta y la gerencia persigan objetivos que estén dentro de los intereses de la compañía y los accionistas y debe facilitar el buen monitoreo, motivando así a que las firmas utilicen sus recursos en forma más eficiente”*<sup>16</sup>.

Bajo criterios de unificación teórica, la OCDE publicó los principios generales que rigen el gobierno de las sociedades comerciales. Fueron implementados, entonces, preceptos que conforman las directrices internacionales principalmente en lo atinente a: derechos y tratamiento equitativo de los accionistas, la función de los *stakeholders* en el gobierno de las sociedades y el rol de los directores.

Resulta relevante acotar que con la expedición de estos principios no se pretendió dictar una regla imperativa que agrupara en sí misma todos los aspectos del Gobierno Corporativo, enmarcando un modelo primigenio, pues, es bien reconocido por la doctrina que no resulta concebible un arquetipo unívoco, que se amolde a los diversos sistemas económicos y a las divergentes condiciones de mercado, lo cual configuraría un absurdo y contrastaría con la realidad. Por el contrario, la intención consistió en delinear los elementos más trascendentes, que permitan la

---

<sup>15</sup> “White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina”. OCDE, 1999, p. 10.

<sup>16</sup> Principios de Gobierno Corporativo, OCDE, 1999. Publicado por el CIPE. En busca de buenos directores: Una guía hacia la formación del gobierno corporativo en el siglo XXI. 3ª edición, 2003, p. 151.

creación de un marco común, un referente para evaluar y mejorar los regímenes legales, institucionales y regulatorios generando directrices para el Mercado de Valores, el sector real, los inversionistas y otros que requieran establecer un *buen gobierno corporativo*. Por lo anterior, es importante no perder de vista que estos principios son sólo recomendaciones y que no pretenden, de ninguna manera, transgredir el principio de autorregulación de las empresas. Su adopción es, por lo tanto, de carácter voluntario y debe responder al perfil, necesidades y actividades particulares de la empresa. Estos planteamientos han sido desacreditados por algunos sectores, pues, hay quienes sostienen que en estos principios se recoge un esquema de gobierno rígido; así mismo se ha señalado, desde una perspectiva crítica, la excesiva importancia que se le da al accionista en detrimento de otros *stakeholders*. Estas concepciones negativas deben ser enfocadas hacia la consecución de escenarios que reflejen la esencia de los principios de buen gobierno, en procura de respaldar la trascendencia que este tema ha adquirido en el mundo económico que, como tal, es esencialmente dinámico. Y, bajo esta misma premisa, dichos principios deben ser estudiados y revaluados.

Conviene, ahora, remitirse a lo expuesto por el economista Fernando Lefort quien expone las aristas fundamentales tratadas por la OCDE respecto a los principios generales de gobernabilidad de las sociedades en el orden internacional: *“En primer lugar, se reconoce que los accionistas tienen un papel privilegiado respecto a otros stakeholders en cuanto a su derecho sobre el control residual de los activos. En segundo lugar, pero muy relacionado con lo anterior, se establece que los accionistas tienen derechos iguales entre ellos y que debe promoverse toda forma de proporcionarles información suficiente respecto a las decisiones que los ejecutivos o el accionista controlador estén efectuando. Se recomienda también que la adquisición del control corporativo esté reglamentada de forma que sea transparente y se realice en condiciones justas y equitativas. En tercer lugar, se recomienda establecer mecanismos regulatorios que aseguren que la corporación y sus controladores respetarán los derechos e intereses de los otros stakeholders de la compañía, entregándoles en forma oportuna y adecuada la información relevante. Finalmente, se establecen las principales responsabilidades y derechos de los miembros del directorio de la corporación. En este sentido, los directores deben actuar en forma diligente, asegurándose que las decisiones que se tomen afecten a los diferentes accionistas en la misma forma. Además, los directores deben ser capaces de tener una opinión informada e independiente de la que sostengan los ejecutivos de la empresa”*.

En términos globales la estructura de los principios planteados por la OCDE es la siguiente<sup>17</sup>:

- a. *Derechos de los accionistas*: Fundamentalmente las prerrogativas de los accionistas se refieren a: tener métodos seguros de registro de propiedad; transportar y transferir acciones; poder acceder en forma regular y oportuna a la información relevante de la corporación; participar y votar en las reuniones generales de accionistas; el poder de elección sobre los miembros de la junta; así como compartir las ganancias del ejercicio social.
- b. *El trato equitativo de los accionistas*: El trato equitativo al que hace alusión este principio, cubija a todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios, señalando que todos tienen derecho a obtener eficiente reparación cuando sean vulnerados sus derechos en la sociedad. En este punto resultan importantes otras precisiones realizadas tales como: a todos los accionistas de la misma clase se les debe dar igual trato; debe prohibirse el comercio interno y la autodistribución abusiva, es decir, cuando una persona que tiene una relación cercana con la compañía, explota dicha condición en detrimento de ésta y de los inversionistas; además, se le debe requerir a los administradores (miembros de la junta, gerentes, etc.) que divulguen todo lo que sea de interés material en las transacciones o asuntos que afecten a la corporación.
- c. *El rol de los stakeholders*: El marco del Gobierno Corporativo debe propender por que los derechos legales de los *stakeholders* sean respetados, así como que frente a una violación de sus derechos, éstos tengan una protección efectiva; de la misma forma, el Gobierno Corporativo debe permitir su participación, así como que tengan acceso a la información relevante.
- d. *Divulgación de la información y transparencia*: Este principio consagra el deber de hacer una divulgación precisa y oportuna de todos los asuntos atinentes a la corporación, incluyendo la situación financiera, el desempeño, la propiedad y el gobierno de la compañía. Se dispone aquí de una medida específica que respalda el principio sobre la obligación de efectuar una auditoría anualizada por parte de un agente externo a la corporación, que asegure la objetividad en punto de refrendar o impugnar los estados financieros.

---

<sup>17</sup> "White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina". OCDE, 1999, p. 18-42.

- e. *Responsabilidades de la junta*: Cuestión de gran trascendencia, pues aquí se despliegan los criterios fundamentales que tocan al mayor órgano directivo de la empresa. Éstos tienen que ver con el régimen de responsabilidades frente a la sociedad, a los accionistas y a terceros, dictaminando, a la vez, guías estratégicas para la compañía, así como el monitoreo efectivo de las actuaciones gerenciales por parte de la junta. Toman igualmente relevancia los deberes genéricos de los Administradores, como actuar completamente informados, de buena fe, con diligencia y cuidado y en procura de los mejores intereses de la compañía. Sobre la junta directiva se plantea que ella tenga independencia en un número suficiente de miembros con respecto a los demás administradores y a los accionistas controlantes en procura de mantener su integridad.
- f. *Mejoramiento del cumplimiento y de la aplicación efectiva del Gobierno Corporativo*: Este principio persigue varios objetivos, entre ellos encontramos: (i). El desarrollo de una cultura de órganos eficaces de administración fundamentada en predefinir las políticas acerca del rol y los procedimientos a seguir por parte de los administradores. (ii). El tema de la remuneración de los administradores que, tal como se expuso, resulta ser de gran importancia para evitar conflictos entre administradores y accionistas y para promover la eficiencia. Esto se consigue a través de una retribución que refleje las capacidades y el tiempo dedicado a esta actividad por parte del administrador, así mismo se deben proporcionar incentivos razonables que coloquen en la misma línea los intereses de los administradores con los de los accionistas, brindando un margen de acción que facilite el ejercicio independiente del administrador en pro de los intereses de la compañía. Y, (iii). En la aplicación de estándares de Gobierno Corporativo, tanto, el legislador como el regulador deben propender por que haya vigencia del cumplimiento del marco regulatorio y de supervisión. Asimismo este principio enmarca la necesidad de fortalecer la capacidad del sistema judicial para dirimir los conflictos que surjan como consecuencia de los preceptos de la gobernabilidad empresarial.

#### **1.4.2. La incursión del *Gobierno Corporativo* en el ordenamiento colombiano**

El fenómeno del Gobierno Corporativo, así como su regulación y respectiva sujeción a determinados principios normativos, ha venido presentando un creciente y preocupado interés por parte de las instituciones del Estado colombiano como efecto primario y evidente de la mayor relevancia lograda al interior de las modernas dinámicas económicas y sociales de nuestro entorno. Expresiones prístinas sobre esta tendencia surgieron ya al interior del Código de Comercio

vigente, en el cual eran preceptuados algunos aspectos coincidentes con los principios que la OCDE propusiera en su momento con el fin de posibilitar la realización efectiva de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Fue sólo a partir del año 1995, con la expedición de la Ley 222, cuando en Colombia se comenzaron a adoptar normas, no ya tan tangenciales, sobre gobernabilidad de las empresas, en un intento cada vez más impostergradable de llenar los vacíos que lamentablemente todavía se encuentran sobre el punto en nuestra actual legislación mercantil. No obstante, existían normas y pronunciamientos de entidades administrativas, como la Superintendencia de Sociedades, que trataban temas de una administración eficaz de las empresas. Entre otras, podemos encontrar el Oficio 08881627, de mayo de 1977, que hace referencia al tratamiento de accionistas minoritarios; el Oficio OA 0547, del 17 de abril de 1973, en cuanto a las restricciones que se presentan para la compra de acciones por parte de los Administradores; y el Oficio 220-54942, de octubre 18 de 1995, en cuanto al reemplazo de los administradores estableciendo que no hay inamovilidad de éstos. Asimismo hubo intentos legislativos posteriores sobre esta materia como la Ley 550 de 1999 (de reactivación empresarial) en cuanto a la protección de accionistas y su trato equitativo.

Precisamente la importancia que las circunstancias han venido atribuyendo al desarrollo de la gobernabilidad de las sociedades y, más particularmente, a su conveniente desarrollo, explica el afán demostrado en estos últimos años por los entes estatales en el momento de aproximarse a este fenómeno. Y es que, por sí mismas, las características propias del entorno corporativo colombiano no han sido las más propicias para el desarrollo de una fuerte corriente a favor del mejoramiento general en la aplicabilidad del Gobierno Corporativo. Entre esas características de tendencias negativas, se han de contar de forma significativa la propensión de las empresas colombianas hacia el endeudamiento, la tradicional y aferrada simbiosis del Mercado de Valores colombiano con el concepto de renta fija y los altos grados de concentración accionaria. Existen pues, múltiples factores que inciden en mayor o menor grado sobre el Gobierno Corporativo y, forzosamente, sobre su posible estudio, donde unos se caracterizan por un difuso y sistemático desinterés en la regulación del Gobierno Corporativo, mientras que otros propician y hasta exigen el desarrollo de una regulación específica y completa sobre este tema. En el centro exacto de este frágil equilibrio se encuentra el Gobierno, encargado, en último análisis, de definir las políticas a implementar de forma efectiva y real. Se ha optado, entonces, por privilegiar un acercamiento prudente a estos fenómenos, favoreciendo de forma indirecta la adopción *voluntaria* de códigos de buen gobierno a través de la creación y aplicación puntual de privilegios para aquellos agentes del mercado que determinen acogerse



a ellos. Es importante destacar que el fomento de la autorregulación por parte de los emisores, contemplado en la Resolución 275 de 2001, es un factor crucial. De hecho, ésta consagra que los propios estatutos sociales deberán prever que las respectivas juntas directivas sean los organismos responsables de asegurar el efectivo cumplimiento de los requisitos de buen Gobierno Corporativo establecidos precisamente en la resolución mencionada. De esta manera se señala que dichos emisores deberán poner en marcha mecanismos específicos que aseguren la implementación de sistemas adecuados de control interno, que permitan a los accionistas e inversionistas hacer un seguimiento detallado de las actividades previstas para el control interno y conocer los hallazgos relevantes y pertinentes que se pudieren evidenciar durante este proceso.

La *Ley 964 de 2005* constituye un admirable ejemplo de la necesidad que ha contemplado el legislador de fortalecer las normativas existentes en lo referente al Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores nacional. Esta ley, en efecto, establece nuevos y renovados patrones de Gobierno Corporativo. Bastante significativos son, por una parte, los referentes a las Juntas Directivas y, en especial, aquellos referidos a temas tales como la exigencia de que un número importante de sus miembros deba ser *independiente*<sup>18</sup> (cuando menos el 25%, con suplentes independientes) y, los referentes al establecimiento de procedimientos de elección diferentes al de cociente electoral, persiguiendo el fin de favorecer la mayor participación de los accionistas minoritarios. Y, por otra, el tema del comité de auditoría como mecanismo de control interno de gestión de los entes de administración (Art. 45 de la Ley 964/05).

---

<sup>18</sup> Ley 964 de 2005 Art. 44 Parágrafo 2: “*Para los efectos de la presente ley, se entenderá por independiente, aquella persona que en ningún caso sea:*

1. *Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente.*
2. *Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma.*
3. *Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales.*
4. *Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución.*
5. *Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor.*
6. *Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.”*

Como se ha venido exponiendo, resulta de enorme importancia destacar la implementación *paulatina* como criterio primordial de ejecución de normas, única y verdadera garantía de protección en contra del error que significaría establecer normas demasiado rígidas, que solamente pueden generar una desestimulación progresiva a la entrada de nuevos actores al mercado. La normatividad llamada a imponer los mecanismos y los alcances del Gobierno Corporativo no podrá menos de responder a los criterios de dinamismo, eficacia y eficiencia, so pena de causar una indeseada y contraproducente restricción del mercado en términos de empobrecimiento general del sistema. Sobre este punto, es menester advertir que, si bien resulta importante avanzar en la ampliación y en el mejoramiento del marco normativo, es bastante más significativo mejorar los procedimientos de cumplimiento efectivo de dichas normas (*enforcement*). Precisamente, en el ámbito de esta estrategia, resulta extremadamente trascendente insistir en la continuación del proceso de fortalecimiento de las entidades encargadas de aplicar las funciones administrativas y jurisdiccionales para la ejecución y cumplimiento forzado de las normas sobre Gobierno Corporativo. El principal factor que ha vuelto urgente e inaplazable la expedición de nuevas normas aplicables al mercado de capitales, es el crecimiento de la industria de las carteras colectivas y, en forma más general, de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones sobre todo), como resultado de las reformas a la seguridad social. Un segundo factor de enorme importancia es la creciente presencia de inversión extranjera en las empresas colombianas, que se ha manifestado de forma especial a través de la colocación de títulos en el exterior por parte de éstas y a través del mecanismo de la inversión proveniente del exterior en el portafolio en Colombia.

La necesidad de cubrir los vacíos sobre temas considerados hoy de la mayor relevancia, y que son contemplados por los *principios de la OCDE* como: el tratamiento equitativo a todos los inversionistas; la participación de los grupos comúnmente conocidos como *stakeholders* (acreedores, clientes, proveedores, trabajadores, entidades de gobierno, etc.); la necesidad de establecer normas claras y efectivas sobre la responsabilidad de los administradores; la calidad e integridad que debe acompañar la producción de estados financieros; el deber de revelar información correspondiente a las operaciones realizadas con partes relacionadas, etc., son, entonces, la principal preocupación de los países que ven su legislación rezagada de cara a las realidades empresariales. Se puede aseverar que las normas que hasta ese entonces regían la actividad empresarial, respondían más a los intereses de los emisores que al de los accionistas e inversionistas. Como el marco legal que se había dado hasta ese entonces resultaba insuficiente, el aparato legislativo expidió normas más balanceadas en este aspecto. Un primer esfuerzo de importancia para llenar estos vacíos, fue la expedición de la Ley 222

de 1995. Ésta se refiere a varios de los principios establecidos por la OCDE, particularmente en relación con los derechos de los accionistas, la revelación de información, derechos de los acreedores, y la responsabilidad de la junta directiva y los administradores en general. Así pues, se introdujeron instituciones que para esa época constituían algo novedoso en Colombia, como es el caso del derecho de retiro de los accionistas en los procesos de reestructuración empresarial cuando se desmejoraban sus derechos patrimoniales; la acción social de responsabilidad en contra de los Administradores en el evento de ocasionar daños como consecuencia del incumplimiento o de la omisión de sus deberes; o la posibilidad de que la asamblea de accionistas y la junta directiva sesionen mediante mecanismos no presenciales. Con posterioridad, se promulgó la Ley 446 de 1998, que introdujo mecanismos para la protección de los accionistas minoritarios; ésta dispuso que cualquier grupo de accionistas minoritarios que representase no más del 10% de las acciones en circulación de una sociedad, podía solicitar la intervención de la Superintendencia de Valores (hoy Superfinanciera) cuando, a su juicio, los órganos de la administración tomaran medidas que lesionaran sus intereses. Finalmente, *en el año 2001 el Superintendente de Valores, en ejercicio de facultades otorgadas por la Ley 100 de 1993, promulgó la Resolución 0275, que instituyó la figura de los códigos de buen gobierno en nuestro ordenamiento.*

### **1.4.3. Normatividad sobre Gobierno Corporativo en Colombia**

El marco regulatorio atinente al Gobierno Corporativo en Colombia, no se encuentra consignado en un cuerpo normativo estructurado, sino, en una dispersión de normas mercantiles, y, para el caso específico del sector financiero, en el EOSF. Tenemos, entonces, las disposiciones que en materia societaria consagra el Código de Comercio en su Libro Segundo, títulos I y VI; también encontramos los preceptos del Título I de la ley 222 de 1995; y, para normativas específicas de los entes financieros lo dispuesto en la parte III del Capítulo VIII del EOSF.<sup>19</sup> Ahora bien, para las entidades de crédito existen algunas normatividades específicas emitidas por la Superintendencia Bancaria (hoy Superfinanciera) sobre el tema de la gobernabilidad, verbigracia los requisitos mínimos que deben contener los sistemas de control interno de las entidades vigiladas (Circular externa 052 del 13 de Julio de 1998). En lo tocante a los agentes participantes del Mercado de Valores existe una regulación específica que será materia de revisión en el siguiente apartado.

---

<sup>19</sup> RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. *Documento conceptual del Gobierno Corporativo*, Superintendencia Financiera de Colombia, 2006, p. 8.

En un contexto que no ha sido especialmente auspicioso para la implementación de mejores prácticas corporativas, no es posible transplantar de inmediato los estándares vigentes en los mercados de los países, ni siquiera en todos los pertenecientes a la OCDE<sup>20</sup>. Uno de los factores que más ha incidido en su progresiva aplicación en Colombia, radica en el hecho de que hasta ahora los requisitos de Gobierno Corporativo se han establecido como obligatorios sólo para aquellos emisores que aspiran a ser destinatarios de la inversión por parte de los fondos de pensiones. Sin embargo, existen en Colombia ciertas normas, relacionadas con el buen gobierno, que son comunes para las sociedades, independientemente de su participación o no en el Mercado de Valores. Entre ellas, se encuentran las normas tendientes a la protección de los accionistas y ciertos *stakeholders* (como es el caso de los acreedores) en los procesos de reestructuración empresarial. En todo proceso de escisión o fusión, dichas normas deben respetarse, independientemente que la sociedad sea un emisor de valores y sus títulos se encuentren inscritos o no en bolsa. En la actualidad, la adopción de los códigos de buen gobierno es voluntaria en la medida en que el Estado ha preferido no exigirle a un emisor que adopte un código de buen gobierno. De todas maneras, esta voluntariedad es condicionada.

Progresivamente se va incrementando el tema del Gobierno Corporativo en las normatividades expedidas, debido a la importancia que el tema ha adquirido en la actualidad. Entre la normatividad vigente, que comprende disposiciones de Gobierno Corporativo, encontramos las siguientes que se pueden considerar como las más relevantes:

- Ley 789 de 2002. Reforma Laboral. Artículo 21, parágrafo 2. *“Las Cajas de Compensación Familiar deberán construir un Código de buen gobierno dentro de los seis (6) meses siguientes a la vigencia de la presente ley. Este código de buen gobierno deberá ser conocido por todos los empleados de la respectiva caja.”*

- Resolución 275 de 2001. Partiendo de la premisa de la deficiencia en los sistemas de Gobierno Corporativo de los emisores de valores colombianos y de la enorme percepción de desconfianza detectada tanto en inversionistas nacionales como extranjeros, la Superintendencia de Valores evidenció la urgencia de introducir, vía regulación, estándares de Gobierno Corporativo. En el *Boletín*

---

<sup>20</sup> DEL VALLE BORRÁEZ, Clemente. *Conferencia de Temas políticos en la implantación del gobierno corporativo, el caso de Colombia*, Washington 14 nov 2003. Recuperado de: <http://www.iadb.org>

*Jurídico 6 de 2002* la Supervalores explicó los criterios de aplicación de la Resolución 275 de 2001, así: Esta “busca que los recursos de los fondos de pensiones sean invertidos de manera más eficiente, en personas jurídicas que generen suficiente confianza, de forma que tal que se maximicen los rendimientos que deben percibir los afiliados. Ha sido así como se ha originado un fuerte vínculo entre el sector público y el sector privado para la implementación del Gobierno Corporativo. En este último aspecto vale la pena resaltar que la Superintendencia de Valores, la Bolsa de Valores de Colombia, Confecámaras y Asofondos han venido trabajando conjuntamente en una estrategia para divulgar la necesidad de adoptar prácticas de Gobierno Corporativo en el país, con excelentes resultados”.<sup>21</sup> Igualmente, esta aproximación al “*governance*”, fundamentada en la protección de los recursos de seguridad social, ha despertado el “*activismo*” de los inversionistas institucionales, representados en este caso por los fondos de pensiones, lo que ha contribuido a reducir la miopía existente en el país en torno a las prácticas de Gobierno Corporativo. Ha sido así como la resolución 275 ha logrado que los fondos de pensiones se conviertan en fiscalizadores del gobierno corporativo de los emisores de valores donde invierten, pasando de una pasividad extrema a un control institucional de la gestión de los administradores de las sociedades.

El concepto de *Gobierno Corporativo* se entiende como el sistema interno de una empresa del sector público o privado, mediante el cual, se establecen las directrices que deben regir su ejercicio y, en especial, la forma en que se administran, controlan y manejan las relaciones de poder. Por su parte, el *buen gobierno* de las empresas tiene que ver con los estándares mínimos adoptados por una sociedad, con el objeto de garantizar a los accionistas, acreedores y al mercado en general, la responsabilidad de los órganos directivos, un flujo constante y confiable de información, así como transparencia dentro de sus relaciones. Su fin primario es el de propender por un manejo responsable y transparente de la empresa, haciéndola más competitiva y productiva, por cuanto la aplicación de estas reglas al interior de las empresas tienen como efecto la captación de nuevos y mejores recursos humanos y financieros, el mejoramiento de las condiciones de funcionamiento y el estímulo al consumo y a la producción de bienes y servicios.

En tratándose del ámbito de aplicación resulta relevante señalar que según lo dispuesto por el artículo 1º de la resolución 275 de 2001, los destinatarios activos

---

<sup>21</sup> Para observar detenidamente los lineamientos de Gobierno Corporativo que han sido acogidos con general aceptación en Colombia remitirse al documento *Código de Mejores Prácticas corporativas- Colombia, 2006*, emitido por Analdex, ANDI, Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Bolsa de Valores de Colombia, Confecámaras, Fasecolda y la Superintendencia Financiera de Colombia.

de la misma son los emisores de valores ya sean personas jurídicas de naturaleza privada, independientemente de su forma asociativa, personas jurídicas de naturaleza pública, y, en cuanto les sea aplicable, las entidades territoriales y las sociedades de economía mixta. Todas ellas bajo la hipótesis de que quieran ser destinatarias de la inversión de los fondos de pensiones. Resulta necesario tener en cuenta que las normas contenidas en la resolución 275 de 2001, no son normas imperativas para todas las entidades comprendidas dentro de su enumeración, sino, requisitos que deben ser atendidos por aquellos emisores que quieran que los fondos de pensiones inviertan en los valores emitidos por aquellas. Así las cosas, con el objeto de establecer si una persona jurídica determinada debe adoptar dentro de sus estatutos el Código de buen Gobierno, es necesario atender dos supuestos. En primer lugar, que sea un emisor comprendido dentro de la enumeración contenida en el artículo 1º de la resolución 275 de 2001, y, en segundo lugar, que aspire a ser destinataria de inversión de los fondos de pensiones<sup>22</sup>. (...).

*Gobierno Corporativo.*- Las sociedades interesadas en que los fondos de pensiones inviertan sus recursos en los valores que ellas emitan, deben prever en sus estatutos, entre otros, mecanismos específicos que permitan la evaluación y el control de los administradores, de los principales ejecutivos y de los directores, así como mecanismos específicos que permitan a los accionistas y demás inversionistas, o a sus representantes, la identificación y divulgación de los principales riesgos del emisor.<sup>23</sup>

- *Ley 964 de 2005, “LEY DEL MERCADO DE VALORES”*. La preocupación del gobierno nacional por establecer, vía ley de la República, un marco de protección de los derechos de los accionistas de sociedades con acciones inscritas llevó a la expedición de la ley del Mercado de Valores. Ésta parte de la premisa según la cual un accionista o inversionista bien informado, es un accionista o inversionista bien protegido. En ese sentido, la ley otorga facultades a las distintas autoridades de regulación y supervisión del Mercado de Valores para establecer el régimen de revelación y de responsabilidades en materia de información a que están sometidos los emisores de valores. De otra parte, se propone un régimen para las sociedades cotizadas en bolsa, que impone unas mayores cargas de responsabilidad a los administradores de las mismas, pero, a la vez, les otorga una mayor flexibilidad frente a figuras consagradas en el Código de Comercio, como son el reparto de

---

<sup>22</sup> Concepto No. 20027- 1736 del 27 de agosto de 2002, Oficina Asesora de Jurídica, Superintendencia de Valores.

<sup>23</sup> Boletín Jurídico 6 de 2002, Superintendencia de Valores.

utilidades contables, la causal de disolución por pérdidas, la recompra de acciones, etc. En otras palabras, se dispone un esquema de flexibilización en contraste con una estructura de “governance” más sólida fundamentada en los siguientes aspectos:

*“Se dispone una definición clara de accionista minoritario, como aquel que no está vinculado al controlante, independientemente de su porcentaje de participación accionaria; se prevé la constitución de asociaciones de accionistas para el ejercicio colectivo de sus derechos; se precisa la responsabilidad del controlante de velar por que la sociedad desarrolle su objeto social y cumpla su función social; se establece la figura del “administrador de facto”, según la cual quien tome decisiones, ya sea individual o colectivamente, que le corresponden formalmente a un administrador; responde frente a la sociedad, sus accionistas, los demás inversionistas y los terceros; se dispone de un régimen de responsabilidad de la matriz o controlante y los administradores por daños ocasionados como consecuencia de actos irregulares como por ejemplo: orientar a la sociedad a un fin ajeno a su objeto social; promover la transformación de la sociedad para obtener ventajas indebidas en perjuicio de los accionistas. En fin, conductas que tengan por finalidad expropiar los derechos de los accionistas; se le otorga a la Superintendencia Financiera facultades para ordenar la revelación y calificación de los sistemas de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades inscritas; se construye capacidad (capacity building) para proteger los derechos de los accionistas e inversionistas desde el punto de vista jurisdiccional, mediante el otorgamiento de facultades jurisdiccionales a la Superintendencia de Sociedades para dirimir ciertas controversias que surjan entre inversionistas y emisores, intermediarios, etc., así como para conocer de la acción social de responsabilidad de los administradores, entre otros asuntos. En este mismo sentido, se disponen mecanismos alternativos de resolución de conflictos.”<sup>24</sup>*

## **2. MARCO REGULATORIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO**

El concepto de Gobierno Corporativo tiene una doble faceta: el ámbito autorregulatorio de cada sociedad como forma de creación de valor para la empresa, convirtiéndose en elemento esencial para atraer a los inversionistas, y el ámbito de regulación que se ha dado a través de las comisiones de valores de

---

<sup>24</sup> SÁNCHEZ BALLESTEROS, María Clara. *Desarrollos recientes en materia de Gobierno Corporativo, caso colombiano*. Superintendencia de Valores, p. 9.

cada país para hacer seguros sus mercados. Sin duda alguna, el Gobierno Corporativo es considerado como un pilar de los mercados de capitales. En las economías emergentes y de transición, las fuentes de financiación de la actividad productiva se encuentran concentradas en el sector financiero tradicional. *Un acercamiento general al Mercado de Valores*<sup>25</sup> nos indica que éste es el segmento del Mercado de Capitales encargado de establecer las herramientas que permiten movilizar recursos desde el sector de las unidades superavitarias de ahorro hacia las actividades productivas mediante la compraventa de documentos especiales. En este sector se pueden realizar transacciones de compra y venta de títulos a través del mercado bursátil que tiene como epicentro la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), o del mercado mostrador – OTC (Over The Counter) que se desarrolla fuera de la Bolsa. Sin embargo, están vigilados y regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Haciendo un parangón entre el Mercado de Valores de nuestro país y los estándares internacionales del mercado bursátil, no deviene complejo concluir que el colombiano, para algunas de las necesidades económicas, resulta confuso y de una dimensión exigua. Se presentan diversas problemáticas en este sector que en términos generales podrían exponerse de la siguiente manera:

*“-Los mercados colombianos de valores no tienen la liquidez para financiar, por consiguiente, la mayoría de las firmas se ven obligadas a recurrir a los créditos otorgados por el sector financiero, donde se reflejan el cobro de altas tasas de interés.*

*-Estudios recientes de la AFC y de la ANIF demuestran que el porcentaje de propiedad de las acciones en el mercado colombiano está altamente concentrado (74%), pero la situación es aún más preocupante, pues debido a vacíos legales en la materia, el grado de la extensión de concentración real es mayor puesto que existen grupos de accionistas beneficiados que no varían de una empresa a la otra. Como consecuencia de dichos vacíos normativos se hace mucho más compleja la entrada de nuevos inversionistas.*<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Para la Bolsa de Valores de Colombia el Mercado de Valores “Es el conjunto de operaciones de oferta (venta) y demanda (compra) de valores de corto, mediano y largo plazo emitidos por empresas privadas, públicas, mixtas, municipalidades y otras cuya característica es el establecimiento de una vinculación directa entre el inversionista y la empresa”.

<sup>26</sup> Colombia es un país con bajos índices de formación de capital. La ANIF muestra que para el año 2000 el mercado bursátil sólo representaba el 12% del PIB, cifra que resulta desalentadora pues



*-Claramente otro factor que influye de manera directa en el estado actual del mercado público de valores, es la falta de implementación de fuertes políticas macroeconómicas, exacerbado por las condiciones sociales y políticas.”<sup>27</sup>*

Se presenta un marco general del estado actual del Mercado de Valores interno, por lo cual diversos sectores se han pronunciado en procura de encontrar las soluciones pertinentes que permitan su mejor funcionamiento. Encontramos, entonces, respuestas legislativas a este fenómeno como la Ley 964/05 que, sin lugar a dudas, ha traído consigo grandes avances que permitirán el crecimiento y la profundización del Mercado de Valores en nuestro país. De esta manera, podemos adentrarnos en el estudio normativo de este mercado desde la perspectiva del Gobierno Corporativo.

Tras una profunda conceptualización sobre qué es y qué significa el Gobierno Corporativo para el desarrollo del Mercado de Valores, la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia (tras la fusión entre la Superbancaria y la Supervalores con la expedición del Decreto 4327 en el año 2005), ha venido trabajando áreas fundamentales con el propósito de llenar vacíos que se presenten en el marco normativo. A continuación, se exponen algunas de las principales manifestaciones regulatorias que buscan mejorar las estructuras de “*governance*” de los emisores de valores:

## **2.1. Resolución 275 de 2001**

Como ya se precisó, esta Resolución fue una de las primeras reacciones frente a las problemáticas del Mercado de Capitales, en concreto, frente a las fehacientes deficiencias en torno al tema de los estándares de gobernabilidad de los emisores. Fue una medida que buscaba contrarrestar los efectos nocivos que en la economía producía la desconfianza que los inversionistas nacionales o extranjeros anotaban. La ley 100 de 1993 le había atribuido a la Superintendencia de Valores la facultad de expedir el marco regulatorio para las empresas, tanto, del orden público como

---

*para el año de 1997 el mismo rubro representaba el 21%. De la misma manera el mercado accionario reportó disminuciones alarmantes de inversión de capital extranjero, pues para el año de 1998 la cifra era de 1.580 millones de dólares y para el 2001 la cifra cayó a 358 millones de dólares.*

<sup>27</sup> GUTIÉRREZ V., Paola. *La calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo: La confederación colombiana de cámaras de comercio promueve el gobierno corporativo en Colombia. Principios de Gobierno Corporativo, OCDE, 1999.* Publicado por el CIPE. *En busca de buenos directores: Una guía hacia la formación del gobierno corporativo en el siglo XXI.* 3ª edición, 2003.p. 375-391.

privado, que eran destinatarias de fondos de pensiones. De esta manera, con la resolución en mención, la Supervalores dispuso medidas de Gobierno Corporativo aplicables a éstas, con la finalidad de proteger los recursos del sistema de seguridad social, cuestión que, además, de proteger el interés público, estableció una revelación más diáfana de información para los inversionistas. Así, pues, que el fin que persigue el espíritu de la norma es esencialmente una mayor eficiencia en las inversiones, como consecuencia de una mayor confianza en el sector de las pensiones.<sup>28</sup> Fue esta resolución un marco de referencia de gran trascendencia para el tema del Gobierno Corporativo y, por ello, es pertinente analizarla en sus puntos fundamentales:

- La resolución plantea un tema de singular aplicación, pues le deja abierta la posibilidad a la empresa de adoptar o no las medidas en ella dispuestas en materia de Gobierno Corporativo. Pero, a la vez, propone incentivos que, al ser adoptadas, posibilitan percibir ingresos mayores como resultado de los recursos de los fondos de pensiones.
- La resolución incluyó un sistema de autorregulación del Gobierno Corporativo, estableciendo un esquema que permite que las empresas autónomamente elaboren sus sistemas, claro está, dentro del marco dispuesto en la resolución.
- La Resolución 275 contiene una lista de los “*mecanismos específicos*” del gobierno de los emisores de valores, los cuales deben quedar previstos en sus estatutos, con el propósito de asegurar una adecuada protección a los derechos de los accionistas y demás inversionistas. De esta manera se garantiza su cumplimiento.
- La resolución establece unos criterios que les permiten a los inversionistas y al mercado, en general, valorar el respectivo sistema de gobierno del emisor, a través de la divulgación de aspectos del ejercicio del Gobierno Corporativo. Esto resulta fundamental para el inversionista en el momento de valorar su inversión dándole elementos de juicio suficientes para comparar frente a otras alternativas similares de inversión.

---

<sup>28</sup> *Res. 275/01 Art. 1º.- Objeto y ámbito de aplicación.- Mediante la presente resolución, se establecen los requisitos que acreditarán las personas jurídicas públicas y privadas, como condición para que los fondos de pensiones inviertan sus recursos en los valores que aquéllas emitan. Lo dispuesto en la presente resolución se aplicará a las personas jurídicas de naturaleza privada, cualquiera que sea su forma de asociación, a las empresas industriales y comerciales del Estado, a las sociedades de economía mixta, y en cuanto resulte aplicable, a las entidades territoriales y en general a todas las personas jurídicas de naturaleza pública, con excepción de la Nación.*

- Se disponen unos requisitos mínimos de información del emisor; de esta manera, se logra que los emisores confronten el deber de revelar con los beneficios que de dicha revelación se derivan.
- Debe retomarse la trascendencia de la resolución en materia de Gobierno Corporativo al estipular los códigos de buen gobierno como un instrumento que no sólo facilita la incorporación de estándares sino que los convierte en un mecanismo eficiente de divulgación de los mismos.
- Otro aspecto importante corresponde a la desconcentración accionaria que la resolución apuntala. Se obliga a los emisores de acciones que, como mínimo, el 20% de la totalidad de ellas debe estar colocada entre inversionistas diferentes al grupo o persona que tenga el control; de la misma manera, se dispone un plazo no superior a 4 años para que se cumpla dicha obligación.
- Finalmente, las últimas dos disposiciones relevantes en torno al tema corresponden a la publicidad que se le debe dar al Gobierno Corporativo (Art. 8º), y a la desmaterialización de los valores (Art. 9).

## **2.2. Resolución 116 de 2002**

Esta normativa es consecuencia de la reacción contra prácticas ilegales que vulneren y vayan en contravía de las guías y principios del Gobierno Corporativo, como lo son los actos que lesionan los derechos políticos de los accionistas. De esta manera, se les da esta calificación a determinadas conductas, en procura de que los accionistas ejerzan con plena disposición sus derechos dentro de la compañía.<sup>29</sup>

## **2.3. Resolución 072 de 2001**

Esta resolución, que desarrolla el principio del trato equitativo de los accionistas, modifica algunas disposiciones de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Supervalores, en punto de las mayorías requeridas para cancelar la inscripción de las acciones en bolsa de valores, así: *“Cuando se vaya a cancelar la inscripción de acciones en bolsa de valores y la decisión respectiva fuere tomada por*

---

<sup>29</sup> Res. 116/02 “Artículo 2.3.1.1. *Se ordena suspender de inmediato las conductas descritas a continuación, toda vez que las mismas pueden constituir contravención a lo dispuesto por los artículos 184 y 185 del código de comercio y el artículo 23 de la ley 222 de 1995, en particular los numerales 2, 6 y 7 (...)*”

*una mayoría que represente menos del noventa y nueve por ciento (99%) de las acciones en circulación, será necesario que los accionistas que votaron en favor de la misma promuevan una oferta de adquisición(...)*". Es menester tener en cuenta que el porcentaje de las mayorías requeridas pasó del 95% al enunciado en la norma transcrita.

#### **2.4. Resolución 157 de 2002**

En este punto adiciona algunas disposiciones a la Resolución 1200 de 1995. En aras de la protección de los derechos de los accionistas, se consideran contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado conductas como las compraventas de valores preacordadas, cuando se realicen a través de sistemas transaccionales. Sin perjuicio de lo anterior, no se considera contrario a los sanos usos y prácticas si dichos acuerdos se revelan al mercado con dos meses de anterioridad, a efectos de permitir su interferencia.<sup>30</sup>

#### **2.5. Resolución 932 de 2001**

Trata el tema de la información relevante que deben revelar las entidades inscritas en bolsa: Modifica la Resolución 400/95. "*Art. 1.1.3.4.- Información eventual. Las entidades cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y los agentes de manejo de procesos de titularización deberán divulgar como información eventual, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna, tanto a la Superintendencia de Valores como a las bolsas donde tengan inscritos sus valores a cotización y a los sistemas centralizados de negociación donde dichos valores se negocien, todo hecho relevante u operación o acto extraordinario o significativo respecto del mismo emisor; sus negocios, los valores registrados y/o la oferta al mercado de dichos valores, en la forma establecida en esta resolución.*

---

<sup>30</sup> "Artículo 4.1.1.1. Conductas contrarias a los sanos usos y prácticas. *Se considera contrario a los sanos usos y prácticas del Mercado de Valores: Participar en cualquier forma en compraventas de valores en las que cualquiera de las condiciones de la operación sea acordada previamente, o en las que una o varias personas hayan asumido una obligación previa de hacer postura por todos o por parte de los valores ofrecidos o demandados, cuando las respectivas compraventas se realicen: (i) en los sistemas o módulos transaccionales de las bolsas de valores o de los sistemas centralizados de operaciones o de los sistemas centralizados de información para transacciones; ó, (ii) en el mercado secundario, como resultado de ofertas públicas sobre acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, incluyendo las que se realicen a través de los remates, martillos o subastas que se efectúen en las bolsas de valores.(...)*"

*Para efectos del inciso anterior se considera que aquella información que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar valores de determinado emisor, así como la que tendría en cuenta un accionista prudente y diligente al momento de ejercer sus derechos políticos en la respectiva asamblea de accionistas constituirá, según el caso, un hecho relevante o un acto o una operación extraordinaria o significativa (...)*

## **2.6. Resolución 598 de Agosto 24 de 2001**

En cuanto a la contratación de auditorías especializadas. *“Para efectos de la contratación de auditorías especializadas, la sociedad deberá determinar los eventos en los cuales se podrán adelantar tales auditorías, así como la oportunidad para realizarlas y el procedimiento que deberá adelantarse por el interesado para solicitar su práctica, solicitud esta que en todos los casos deberá estar debidamente justificada. En todo caso las auditorías deberán versar sobre asuntos específicos y no podrán adelantarse sobre secretos industriales ni respecto de materias cobijadas por la legislación sobre derechos de propiedad intelectual.*

*Los papeles de trabajo del auditor especial están sujetos a reserva y deberán conservarse por un tiempo no inferior a cinco años, contados a partir de la fecha de su elaboración.”*

Una visión global de la gran trascendencia adquirida por el Gobierno Corporativo en relación con el Mercado de Valores facilita comprender por qué el ente administrativo encargado de supervisar el sector ha estudiado y formulado decisiones regulatorias sobre esta materia con el propósito de mejorar las estructuras de “*governance*” de los emisores de valores, así:

*“- La definición de unos estándares generales de Gobierno Corporativo que deben adoptar las personas jurídicas destinatarias de los recursos de inversión de los fondos de pensiones.*

*- La adopción de medidas puntuales tendientes a garantizar la adecuada protección de los derechos de los accionistas.*

*- La expedición de la ley del mercado de valores, que además de modernizar el marco institucional del mismo, busca avanzar en una mayor protección de los derechos de los accionistas y demás inversionistas, asignándoles*

*mayor responsabilidad a los administradores y estableciendo unas mayores cargas de revelación”.*<sup>31</sup>

## **2.7. Perspectivas en el Mercado de Valores colombiano**

### **2.7.1. Facultades de la Superfinanciera con respecto al Gobierno Corporativo en los emisores de valores (financieros y no financieros)**

La Superintendencia Financiera de Colombia reconoce la trascendencia del Gobierno Corporativo y de su correcta aplicación al afirmar que éste *“contribuye de forma crucial al logro de los objetivos de estabilidad, seguridad y confianza; promoción y desarrollo del Mercado de Valores colombiano; y protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados”*<sup>32</sup>.

Un primer tópico a tratar en relación con la aplicabilidad del Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores, corresponde a las potestades que tiene la Superintendencia Financiera de Colombia, como ente supervisor, para hacer que se cumplan estrictamente los lineamientos de gobernabilidad en los emisores de valores<sup>33</sup>. Sobre estos últimos, se debe establecer una diferenciación entre los emisores financieros y los no financieros. Esto toma trascendencia si se observa que para los primeros hay una sujeción al control y a la vigilancia de la Superfinanciera; en cambio, para los segundos existe un control exclusivo pero no hay sometimiento a vigilancia. Así, pues, tenemos que la Superfinanciera se encarga de supervisar el tema del Gobierno Corporativo de las entidades financieras (bancos, compañías de financiamiento comercial, etc.), sean éstas o

---

<sup>31</sup> SÁNCHEZ BALLESTEROS, María Clara. *Desarrollos recientes en materia de Gobierno Corporativo, caso colombiano*. Superintendencia de Valores.

<sup>32</sup> RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. *Documento conceptual del Gobierno Corporativo*, Superintendencia Financiera de Colombia, 2006, p. 5. Delegatura para el Gobierno Corporativo.

<sup>33</sup> Según la Bolsa de Valores de Colombia por Emisor de valores debe entenderse aquella *“Entidad con títulos inscritos en el Registro Nacional de valores e Intermediarios, los cuales pueden ser: Sociedades por acciones; sociedades limitadas, cooperativas y entidades sin ánimo de lucro (sólo pueden emitir títulos de contenido crediticio); entidades públicas facultadas legalmente para emitir títulos de deuda pública; gobiernos y entidades públicas extranjeras con garantía de su gobierno; organismos multilaterales de crédito con títulos inscritos en una o más bolsas de valores mundialmente reconocidas; asociaciones gremiales de primer y segundo grado, vigiladas por el Ministerio de Agricultura; entidades extranjeras con títulos inscritos en una o más bolsas de valores mundialmente reconocidas; sociedades administradoras de inversión, las cuales podrán inscribir títulos representativos de derechos de participación en los fondos que administran; los patrimonios autónomos para efectos de movilizar activos; los fondos comunes y los fondos de valores a través de los cuales se instrumenta una titularización”*.

no emisores de valores, a través de la delegatura específica sobre el tema con el fin de que dichas entidades cuenten con estructuras adecuadas de gobierno que permitan generar *“equidad, integridad, responsabilidad y transparencia, promoviendo la estabilidad, seguridad y confianza del sistema financiero”*<sup>34</sup>. Ahora bien, tratándose de los emisores no financieros (por ejemplo una empresa del sector real que emita valores y esté inscrita en el Registro Nacional de Valores y Emisores<sup>35</sup>), su supervisión recae sobre la delegatura de Emisores y Portafolios de inversión y otros Agentes, en concordancia con lo dispuesto en el art. 60 lit. B. num. 10 y en el art. 64 num. 2 del Decreto 4327 del 2005.<sup>36</sup>

Con respecto a los objetivos y principios de Gobierno Corporativo, podemos ver que la Superfinanciera juega un papel primordial en la supervisión de su estricto cumplimiento por parte de los emisores de valores. En términos generales, el ente administrativo tiene las siguientes facultades (algunas le pueden ser homologadas a la Supersociedades, que también interviene en esta materia sobre temas de responsabilidad de administradores y trato de los accionistas, ente otros temas de la órbita societaria):

- Derechos de los accionistas: convocar a asamblea; realizar visitas locativas; resolver controversias respecto al derecho de inspección; aprobar reestructuraciones; convocar a las asambleas o juntas de socios; autorizar la disminución del capital cuando ello implique reembolso; declarar la existencia de situación de control o grupo empresarial.
- Tratamiento equitativo de los accionistas: adoptar medidas cuando así lo solicite el 10% de los socios; exigir los requisitos legales para la realización de actividades en el Mercado de Valores; resolver discrepancias sobre el ejercicio de derecho de retiro; vigilar a la sociedad que haya desconocido

---

<sup>34</sup> RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. Op. cit. p. 7.

<sup>35</sup> Capítulo II del Decreto 3139/06.

<sup>36</sup> *“Artículo 60. Despacho del Superintendente Delegado para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes. El Superintendente Delegado para Emisores, Portafolios de Inversión y otros Agentes tendrá las siguientes funciones respecto de los emisores de valores: (...) B. Funciones sobre emisores sometidos al control exclusivo de la Superintendencia, y no vigilados por ésta: (...) 10. Velar por el cumplimiento de las políticas y normas de Gobierno Corporativo.”*

*“Artículo 64. Dirección de Supervisión a Emisores. La Dirección de Supervisión a Emisores tendrá las siguientes funciones: (...) 2. Verificar el cumplimiento de las políticas y normas de gobierno corporativo por parte de los emisores de valores, sin perjuicio de las atribuciones que corresponden al Despacho del Superintendente Delegado para Conglomerados y Gobierno Corporativo.”*

algún derecho de accionistas; resolver discrepancias sobre el ejercicio del derecho de retiro.

- Protección a *Stakeholders*: determinar la improcedencia del derecho de retiro, cuando el reembolso afecta a los acreedores; proteger los derechos de los tenedores de bonos; autorizar reformas estatutarias de fusión y escisión; convocar la sociedad a proceso concursal.
- Junta Directiva: solicitar remoción de administradores; solicitar información contable y administrativa; remover administradores; obligar a los administradores a cumplir la ley y los estatutos; analizar la Junta Directiva en su composición, tamaño y miembros independientes mínimos exigidos; estudiar la creación de comités que traten temas específicos de trascendencia para la entidad financiera.
- Revelación de Información: controlar traspasos accionarios; autorizar oferta pública; ordenar divulgación de información al mercado; solicitar la información que estime pertinente; vigilar a la sociedad que haya suministrado información falsa.
- Órganos de control: revisar el perfil y la independencia del Revisor Fiscal; solicitar la existencia de un área de control interno independiente y de un auditor externo independiente.

### **2.7.2. Pilares fundamentales para la generación de un ambiente de confianza en el Mercado de Valores interno**

En la actualidad, se puede hablar de una marcada tendencia hacia el asentamiento, la profundización y la expansión del Mercado de Valores interno. Los avances en el marco normativo, como la expedición de la ley 964/05, de un lado, han permitido que se haya comenzado a gestar un ambiente de seguridad por parte de los inversionistas extranjeros y nacionales, y, del otro, han facilitado la reducción de las restricciones existentes para los agentes participantes en este sector. No obstante, aún se observan muchas y grandes dificultades en nuestro entorno como lo son, para enunciar sólo algunas, la propensión hacia la concentración de las estructuras de capital en el medio empresarial, así como que el control de los sectores económicos se encuentra asido a pocos pero grandes grupos o conglomerados económicos. Este aspecto, por cierto, no facilita la protección de los minoritarios. Finalmente, se debe destacar que las instituciones de nuestro sistema judicial no se caracterizan precisamente por la celeridad en la aplicación de justicia, lo que deja abierta la incertidumbre.



Los horizontes que se abren para el desarrollo del Mercado de Valores se enrutan hacia la consecución de mayores niveles de *confianza*, que permitan que estos escenarios cristalicen logrando una mayor estabilidad en aras del beneficio del sistema económico colombiano. Se plantean, pues, tres pilares fundamentales que permitirían -si y sólo si se presenta su correcta aplicación- la conquista de estos objetivos.

El primero de ellos, consiste en que la *transparencia* del Mercado de Valores emerja y se consolide como un bastión para su correcto funcionamiento. A este respecto el boletín jurídico 6 de 2002 de la supervalores (hoy superfinanciera), de manera muy acertada expuso que: *“La información, con destino al Mercado de Valores, de quienes captan dineros del público constituye una herramienta fundamental para la toma de decisiones de terceros, lo cual reviste de especial importancia en la medida en que la misma sea divulgada entre el público, toda vez que la confianza en el mercado público de valores se edifica a partir de la garantía de un flujo permanente de información de alta calidad que se suministre en igualdad de condiciones y transparencia a todos los participantes en el mismo. La contrapartida que se impone a las empresas que actúan en el mercado público de valores, captando ahorro del público, es precisamente suministrar información adecuada, oportuna y suficiente. La divulgación de la misma constituye piedra angular del sistema cuya utilidad consiste en velar por la transparencia del mercado. En estos términos, a todo emisor se le exige, en desarrollo de los principios de publicidad y transparencia, suministrar toda información que resulte relevante para la adopción de decisiones por parte de los agentes del mercado de valores (En el mismo sentido, Tribunal Administrativo de Cundinamarca Expediente 5687 Noviembre 7 de 1996 M.P. Beatriz Martínez Quintero). Corolario de lo anterior son las normas que en materia de información contiene la resolución 400 de 1995, y en especial el artículo 1.1.3.1., el cual radica en cabeza de los emisores la obligación de mantener permanente actualizado el Registro Nacional de Valores e Intermediarios remitiendo a la Superintendencia de Valores las informaciones periódicas y eventuales de que tratan los artículos siguientes, en los términos establecidos por las normas respectivas”*.<sup>37</sup> Se alcanza a comprender, por lo tanto, la significación que tiene el manejo de la *información* para el adecuado funcionamiento del mercado. Ésta se debe entender desde el punto de vista de su *calidad*, sustentada en medidas como la adopción de estándares internacionales en materia contable, la implementación de efectivas auditorías independientes y el fortalecimiento de las facultades de supervisión de

---

<sup>37</sup> Boletín Jurídico 6 de 2002, Superintendencia de Valores.

la Superfinanciera. Además, el tema de la *información* debe observarse desde la perspectiva de su *revelación*, teniendo como punto de referencia lo estipulado en la Resolución 400 de 1995 en lo atinente a que la *información suministrada sea relevante*<sup>38</sup>.

En tratándose del tema de la *información*, es de una gran importancia señalar que con el *Decreto 3931 de 2006 (12 de Septiembre)* se trató el tema específico de la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores en Colombia (SIMEV). Este Decreto especificó temas de gran trascendencia para el manejo de la información relevante y de su exposición periódica en el Mercado de Valores colombiano. Contiene aspectos de gran trascendencia, entre los que podemos mencionar:<sup>39</sup>

- Artículo 1.1.2.18: *“Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, (...), toda situación relacionada con él o su emisión (...), sobre las materias consideradas como información relevante. En tal sentido, el emisor deberá divulgar al mercado los hechos que se relacionan a continuación: a) Situación financiera y contable (...); b) Situación Jurídica (...); c) situación comercial y laboral (...); d) Situaciones de crisis empresarial (...); e) Emisión de valores (...); f) Procesos de titularización (...).*  
*Parágrafo 5. En todo caso, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá requerir a cualquier persona la información que estime pertinente para asegurar la transparencia en el mercado y preservar los derechos de los inversionistas y ordenar su divulgación.*
- Artículo 1.1.2.19. Forma y oportunidad de divulgar la información relevante. *“La información relevante deberá ser divulgada a través de la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con el procedimiento que establezca esta entidad, inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta, cuando esta se hubiere originado en un tercero. En todo caso, la información deberá contener una descripción detallada*

---

<sup>38</sup> El Decreto 3139 de 2006 enfatizó con respecto al tema de la información relevante que ésta es: *“aquella que habría sido tenido en cuenta por un experto prudente y diligente, al comprar, vender o conservar los valores del emisor, o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”*. (Artículo 1.1.2.18.)

<sup>39</sup> MEJÍA ÁLVAREZ, Hernán Darío. *“Gobierno Corporativo para sociedades listadas en el Mercado Público de Valores”*. Conferencia dictada en la Pontificia Universidad Javeriana de Cali, el 2 de Mayo de 2007.

*de la situación relevante. Parágrafo. Ningún emisor podrá divulgar a través de medios masivos de comunicación información sobre situaciones objeto de información relevante, sin que previa o concomitantemente tal información se haya revelado al mercado por los mecanismos propios de divulgación de la información relevante. Así mismo, de ser dado a conocer cualquier hecho susceptible de ser comunicado como relevante por un medio masivo de comunicación, el emisor deberá informar al mercado sobre su veracidad por los medios dispuestos para el suministro de información relevante”.*

El segundo pilar, corresponde a la existencia de una verdadera *protección de los inversionistas* en el Mercado de Valores. Ya los signos de real transparencia de la información en el mercado son, por sí mismos, muestra tangible del amparo que los arroja, fundamentado éste en que el acceso abierto a la información facilita la correcta toma de decisiones. Otras manifestaciones que propenden por el resguardo de los intereses de los inversionistas se encuentran en el *Gobierno Corporativo*, como institución garante de tratamiento equitativo. Lo busca a través de la puesta en acción de códigos de buen gobierno por parte de los emisores (según lo dispuesto en la Resolución 275); de la independencia de los miembros de junta; del reconocimiento de nuevos mecanismos para la elección de sus miembros y de la viabilización de mejores condiciones a los accionistas minoritarios que, tal como está consagrado en la ley del Mercado de Valores, les permita hacer uso de sus derechos políticos como el voto a distancia, las acciones de grupo y la ampliación del derecho de retiro.

El tercer pilar, cuestión de gran importancia, corresponde al mejoramiento de los parámetros de *enforcement*, como mecanismo que posibilita el atento cumplimiento de los principios que conforman el Mercado de Valores. Este tema debe dirigirse al fortalecimiento de los entes de supervisión y regulación, así como de las instancias judiciales que permitan, de manera coactiva, el cumplimiento efectivo de los derechos de los agentes participantes, por medio de una justicia especializada, eficiente y técnica.

## **BIBLIOGRAFIA**

- AYALA ESPINO, José. Instituciones y Economía. Editorial fondo de cultura económica. México, 2000.
- BENAVIDES FRANCO, Julián. *Libro blanco de Gobierno Corporativo*. Historia del Gobierno Corporativo. Confecámaras.
- BERLE, A., y GARDINER M., *The Modern Corporation and Private Property*, editorial McMillan, New York, N.Y., 1932.

- CAHUC, PIERRE. *La nueva microeconomía*, editorial Alfa Omega, 2001, en coedición con la facultad de ciencias económicas de la Universidad Nacional de Colombia.
- Código de Mejores Prácticas corporativas- Colombia, 2006*, emitido por Analdex, ANDI, Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Bolsa de Valores de Colombia, Confecámaras, Fasecolda y la Superintendencia Financiera de Colombia.
- DEL VALLE BORRÁEZ, Clemente. *Conferencia de Temas políticos en la implantación del gobierno corporativo, el caso de Colombia, Washington 14 nov 2003*.
- LEFORT, Fernando. “*Gobierno Corporativo: ¿Qué es y cómo andamos por casa?*”, en cuadernos de Economía, Año 40, N° 120, Págs. 207-237 (Agosto 2003). Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- MEJÍA ÁLVAREZ, Hernán Darío. “*Gobierno Corporativo para sociedades listadas en el Mercado Público de Valores*”. Conferencia dictada en la Pontificia Universidad Javeriana de Cali, el 2 de Mayo de 2007.
- GARRETA SUCH, José María. *La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores*, Editorial Marcial Pons, Madrid, 1997
- GUTIÉRREZ V., Paola. La calificación de Colombia en prácticas de Gobierno Corporativo: La confederación colombiana de cámaras de comercio promueve el Gobierno Corporativo en Colombia. Principios de Gobierno Corporativo, OCDE, 1999. Publicado por el CIPE. En busca de buenos directores: Una guía hacia la formación del Gobierno Corporativo en el siglo XXI. 3ª edición, 2003.
- NORTH, D., *Institutions, Institutional change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990.
- RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. *Documento conceptual del Gobierno Corporativo*, Superintendencia Financiera de Colombia, 2006.
- SÁNCHEZ BALLESTEROS, María Clara. *Desarrollos recientes en materia de Gobierno Corporativo, caso colombiano*. Superintendencia de Valores.
- SCHOTTER, Andrew R., *Microeconomía. Un enfoque moderno*, editorial CECSA, México, 1998.
- USTARIZ GONZÁLEZ, Luis Humberto, “*Corporate Governance evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea*”, “*White Paper*” sobre Gobierno Corporativo en América Latina, OCDE, 1999.
- ZAJAC, E. *Political Economy of Fairness*, the MIT Press, Cambridge, 1995.