



Organisation for Economic Co-operation and Development

In co-operation with the World Bank Group

***The Third Meeting of the
Latin American Corporate Governance Roundtable***

8-10 April, 2002

Bolsa Mexicana de Valores, Mexico City, Mexico

***Recent Developments in Corporate Governance
The Colombian Case***

by

**Ms. Maria Clara Sanchez Ballesteros
Superintendente Delegada para Emisores
Superintendencia de Valores
Colombia**

INTRODUCCIÓN

Desde hace tres años la Superintendencia de Valores, inspirada en los acontecimientos y tendencias internacionales, identificó la carencia de estándares adecuados de Gobierno Corporativo como una de las barreras principales para el desarrollo de un mercado de valores profundo, transparente y pujante.

Institucionalmente, los intentos por mejorar dichos estándares se concentraron en reformas tangenciales al Código de Comercio, y muy poco se avanzó en el campo de la regulación del mercado de valores.

Tras una profunda conceptualización de lo que es y significa el Gobierno Corporativo para el desarrollo del mercado de valores, la Superintendencia ha venido trabajando en tres áreas fundamentales con el propósito de mejorar las estructuras de "governance" de los emisores de valores, así:

1. 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.
2. La adopción de medidas puntuales tendientes a garantizar la adecuada protección de los derechos de los accionistas.
3. La preparación de un proyecto de 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.

A continuación se analizarán cada una de las áreas de trabajo, los resultados obtenidos y el curso de acción a tomar hacia adelante.

I. ESTÁNDARES GENERALES DE GOBIERNO CORPORATIVO

A. 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 a través de encuestas realizadas a principios del año 2000, la Superintendencia de Valores evidenció la urgencia de introducir, vía regulación, estándares de gobierno corporativo.

Concientes de las barreras jurídicas y culturales para importar sistemas de gobierno corporativo adoptados en otros países, se emprendió la tarea de recorrer un camino propio que concluyó en la expedición de la Resolución 275 de 2001.

Con fundamento en la facultad otorgada por la Ley 100 de 1993 de seguridad social, según la cual le corresponde al Superintendente de Valores establecer los requisitos que deben acreditar las personas jurídicas públicas y privadas que pretendan ser destinatarias de los recursos de inversión de los fondos de pensiones, se dispusieron una serie de estándares de gobierno corporativo, cuya finalidad, además de brindarle una mayor protección a los recursos provenientes de la seguridad social, es asegurar una adecuada salvaguardia a los derechos de los inversionistas a través de un mercado más transparente en materia de revelación de información.

En efecto, la norma 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.

b. Pilares fundamentales de la resolución 275 de 2001

- *Voluntariedad condicionada:*

El esquema sobre el cual se basa la resolución es intermedio entre la voluntariedad y la obligatoriedad de adoptar prácticas de gobierno corporativo, como quiera que si bien no es obligatoria su adopción, de no hacerlo, la sociedad o persona jurídica no sería susceptible de recibir los recursos de inversión provenientes de los fondos de pensiones.

De ahí que, la voluntariedad en la adopción del "*governance*" está condicionada por el deseo a tener acceso a una fuente de recursos importante, como es la inversión de los fondos de pensiones.

Así, la resolución plantea un esquema de incentivos, según el cual el cumplimiento de la misma se premia con el acceso a una fuente importante de financiación.

Cabe resaltar que desde agosto, fecha en la cual entró en vigencia la resolución, no ha habido una sola emisión de valores que no salga con códigos de buen gobierno, lo cual evidencia que efectivamente los emisores de valores no están dispuestos a perder esos recursos.

- *Invitación a la autorregulación*

La resolución establece los mecanismos e instrumentos que el respectivo emisor debe adoptar a efectos de garantizar la adecuada protección de los accionistas y demás "stakeholders", sin entrar a especificar su contenido.

En otras palabras, es el mismo emisor de valores, que de acuerdo a su propia naturaleza, su organización interna, su objeto social, sus relaciones, sus necesidades de financiación, etc, decide y desarrolla los instrumentos y mecanismos que considera adecuados para garantizar un nivel apropiado de "governance", de acuerdo con los estándares de transparencia y confianza exigidos por los inversionistas, bajo las objetivos y requisitos fijados por la resolución 275.

Así se ha logrado establecer un esquema no intrusivo que permite que las empresas autónomamente elaboren sus sistemas de gobierno corporativo a la medida (tailor-made systems), dentro del marco dispuesto en la resolución.

- *Reforma estatutaria*

En primer lugar 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.

Aspectos como mecanismos para la evaluación y control de los administradores, para la prevención, el manejo y divulgación de los conflictos de interés entre accionistas y directores o entre los accionistas controladores y los minoritarios, para la identificación y divulgación de los principales riesgos del emisor, para asegurar una elección transparente del revisor fiscal, para permitir que los accionistas encarguen a su costo auditorías especializadas del emisor, para permitir que los accionistas puedan convocar a la asamblea cuando ésta sea necesaria para garantizar sus derechos, entre otros, deben constar estatutariamente.

Al quedar tales aspectos consagrados en los propios estatutos del emisor, son de estricto cumplimiento y por ende se facilita su "enforcement".

- *Requisitos de divulgación de los mecanismos de gobierno de los emisores*

La resolución establece unos criterios que le permiten a los inversionistas y al mercado en general valorar el respectivo sistema de gobierno del emisor.

Así, se busca que el emisor divulgue aspectos tales como, los criterios y procedimientos de elección de los directores, administradores y revisor fiscal, identificación de los beneficiarios reales de las acciones que conforman el control,

criterios aplicables a las relaciones económicas del emisor y sus accionistas controladores, criterios aplicables a las negociaciones que los directores, administradores o funcionarios realicen con las acciones y demás valores emitidos, criterios de selección de los proveedores, programas de difusión de los derechos y obligaciones de los accionistas que en cualquier caso deben contemplar una oficina de atención a los inversionistas, entre otros.

La información de los aspectos mencionados resulta fundamental para el inversionista al momento de valorar su inversión y le dará elementos de juicio suficientes para comparar frente a otras alternativas similares de inversión.

- *Régimen de revelación mínima*

Teniendo en cuenta que un adecuado sistema de gobierno corporativo debe asegurar un oportuno y veraz flujo de información a efectos de crear valor para los accionistas a través de una política de transparencia, la resolución dispone unos requisitos mínimos de información del emisor, de su situación financiera y contable, de las condiciones personales y profesionales de los directores, de la estructura, funcionamiento y los mecanismos de recolección y suministro de información, de las auditorías externas que se realizan, entre otros.

En este aspecto, la resolución hace que los emisores confronten el deber de revelar con los beneficios que dicha revelación se derivan, como serían la obtención de recursos de financiación más baratos, una mayor confianza en la administración y la creación de una base inversionista más profesional y menos impulsiva.

- *Códigos de buen gobierno*

La resolución 275 consagra los códigos de buen gobierno como un instrumento que no solo facilita la incorporación de los estándares de gobierno corporativo, sino que se convierten en un mecanismo eficiente de divulgación de los mismos.

Así pues, se establece que los estándares y mecanismos exigidos en la resolución se compilen en un código de buen gobierno, el cual debe estar permanentemente a disposición de los accionistas y demás inversionistas.

Si bien el propósito de la resolución es que los códigos de buen gobierno se conviertan en la carta de navegación de la persona jurídica, también es cierto que tal y como se conciben constituyen un esquema de autorregulación de temas e intereses comunes entre los emisores de valores y los inversionistas. E igualmente constituyen la base para solucionar los conflictos que puedan presentarse dada la existencia de intereses antagónicos.

- ***Desconcentración accionaria***

En aras de asegurar una liquidez mínima para el caso de una inversión en renta variable, la resolución dispone la obligación, para los emisores de acciones, de tener colocadas entre inversionistas diferentes del grupo o persona que controle, cuando menos el 20% del total de sus acciones.

Así mismo, se otorga un plazo de cuatro (4) años para el cumplimiento de dicha obligación, de suerte que los emisores cuenten con un plazo suficientemente amplio para obtener dicha liquidez.

- ***Publicidad***

La resolución establece que los emisores de valores deberán anunciar en un periódico de circulación nacional, la adopción del respectivo código de buen gobierno, así como de cualquier enmienda, cambio o adición que se le haga al mismo.

De esta manera se logra que además de los inversionistas la opinión pública en general conozca la decisión de la respectiva persona jurídica de incorporar y divulgar un sistema de gobierno corporativo, que le agrega valor a la empresa y en últimas redundará en beneficios para la sociedad en su conjunto.

- ***Conexión on-line con el depósito centralizado de valores***

La resolución tiene un doble propósito: por un lado se busca una mayor eficiencia en cuanto a la certeza de los derechos políticos y económicos de los accionistas, dada la agilidad, seguridad y eficiencia que implicaría la conexión en línea con el depósito o el convenio de que éste lleve el registro de valores nominativos a su nombre; por otro lado, se logra avanzar en la política de desmaterialización de valores, cuyos beneficios en el ámbito del mercado de valores son indiscutibles.

Explicado el marco general de la resolución 275, cabe anotar que sus efectos todavía están por verse ya que es una medida de largo plazo. De cualquier forma, ha sido positivo el debate que se ha suscitado a su alrededor, siendo tema de seminarios, artículos en las principales revistas de negocios del país, de la agenda de competitividad que maneja el Gobierno a través del Ministerio de Comercio Exterior, de los gremios, entre otros.

Es así como, se ha originado un fuerte vínculo entre el sector público y el sector privado para la promoción del gobierno corporativo. En este último aspecto vale la pena resaltar que la Superintendencia de Valores, la Bolsa de Valores de Colombia,

Confecámaras (el gremio de las cámaras de comercio) y Asofondos (el gremio de los fondos de pensiones) han venido trabajando conjuntamente en una estrategia para divulgar la necesidad de adoptar prácticas de gobierno corporativo en el país, con excelentes resultados.

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.

De ahí que, la resolución 275 logre 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.

II. MEDIDAS ADICIONALES PARA LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS

La Superintendencia de Valores ha ejercido un papel muy activo en materia de protección de los accionistas y particularmente los minoritarios. Además de trabajar en el diseño de un régimen basado en revelación, que propende por una mejor calidad de la información financiera y contable, por una mayor educación de la masa inversionista y una mayor capacidad de "enforcement", también se ha concentrado en la toma de medidas concretas cuya finalidad no es otra que la salvaguardia de los derechos e intereses de los accionistas.

Entre estas medidas cabe destacar las siguientes:

a. Resolución 116 de 2002:

Uno de los peores enemigos del gobierno corporativo lo constituyen las prácticas, que violando deberes legales de los administradores, se han venido incorporando generalizadamente en nuestro sistema para atentar contra los derechos de los accionistas a favor del controlante o la propia administración.

Así pues, mediante maniobras tendientes a coartar los derechos políticos de los accionistas, como son los de participar oportuna y efectivamente y votar en las reuniones de asamblea general, se lograba tomar decisiones a favor de la administración o del controlante.

Con el ánimo de poner fin a estas prácticas, la Superintendencia de Valores expidió recientemente la resolución 0116 de 2002, que califica como prácticas ilegales, no autorizadas e inseguras, conductas de la administración cuya finalidad específica

es evitar que los accionistas puedan ejercer su derecho a deliberar y votar libre y espontáneamente.

b. Resolución 072 de 2001:

Con el ánimo de promover el trato equitativo de los accionistas, la Sala de Valores (autoridad de regulación del mercado) elevó la mayoría requerida para cancelar la inscripción de las acciones en bolsa de valores del 95% al 99% de las acciones en circulación.

De no obtenerse dicho quórum resulta necesario que los accionistas que votan a favor promuevan una OPA en los términos legales.

c. Resolución 157 de 2002:

En aras de la protección de los derechos de los accionistas se considera contrario 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 la interferencia del mercado.

III. PROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES

Por último es conveniente resaltar los esfuerzos 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, dentro del contexto de la regulación del mercado de valores.

La filosofía de la regulación 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 las responsabilidades en materia de información a que están sometidos los emisores de valores.

De otra parte, se propone un régimen para las sociedades inscritas (es decir cotizadas), que impone una 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 utilidades contables, la causal de disolución por pérdidas, la recompra de acciones, entre otros.

En otras palabras, se dispone un esquema de flexibilización versus una estructura de "governance" más sólida fundamentada en los siguientes aspectos:

- Se dispone una definición clara de "accionista minoritario", como aquél 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" (shadow director), 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 Sala de Valores (autoridad de regulación del mercado de valores) 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.

El Gobierno Nacional espera que el proyecto propuesto sea aprobado antes de terminar la presente legislatura.

CONCLUSIONES

La presencia de Colombia en este foro de discusión demuestra el compromiso y la seriedad con que el país ha venido trabajando en materia de gobierno corporativo. Sin embargo, resulta claro que pese a que se ha avanzado muchísimo en muy corto tiempo, todavía faltan muchos obstáculos por vencer, siendo quizás el más difícil la barrera cultural que impide a nuestros empresarios ser más transparentes, rendir cuentas y abrirse a una verdadera democratización de la propiedad.

Se requiere de un arduo trabajo de internalización de la cultura de gobierno corporativo, de ejemplarización de las ventajas de la misma, de mayor activismo por parte de los inversionistas y de los propios accionistas y de trabajo conjunto entre el sector público y privado a efectos de romper las barreras sociológicas que impiden el adecuado desempeño de las empresas.

El país tiene grandes desafíos en materia de gobierno corporativo, asociados particularmente con un fenómeno común en Latinoamérica, como son las sociedades de familia. Pero sin duda el paso de la familia al mercado es infructuoso sin adecuadas estructuras de gobierno corporativo que atraigan la confianza de los inversionistas.

Ahora bien, los cambios en materia de gobierno corporativo requieren necesariamente de cambios institucionales, no solo en la estructura de el mercado, sino en la capacidad del Estado para responder adecuadamente a los requerimientos y desafíos que esto conlleva. Para eso deben tomarse medidas de largo plazo que poco a poco vayan superando las distintas barreras que obstruyen la incorporación de las prácticas de gobierno corporativo.