

Insumos para la reforma del *Colombian Corporate Governance*: Enfoque Interbolsa**

Inputs for the Reform of Colombian Corporate Governance: Focus Interbolsa

*Diego Mauricio Manrique Chaves****

Resumen

El presente artículo contribuye a construir una propuesta hacia un nuevo modelo de *Colombian Corporate Governance*, a partir de una aproximación a nuevos principios y mecanismos orientadores de protección al consumidor financiero en la regulación financiera colombiana partiendo de la regeneración de la concepción de esta institución por las compañías y los organismos de regulación estatal.

Palabras clave: *Colombian Corporate Governance*, Interbolsa, principios de regulación financiera, protección al consumidor financiero, compañías colombianas.

Fecha de Recepción: 4 de abril de 2015. Reception date: April 4, 2015.

Fecha de Aprobación: 8 de junio de 2015. Approval date: June 8, 2015.

* Utilizaremos la expresión *Colombian Corporate Governance* en cambio de su traducción al español por considerarla la más pertinente dadas las influencias de esta institución norteamericana en la regulación colombiana.

** El artículo es producto del proyecto de investigación institucional de la Universidad Nacional que a la fecha está apoyando académicamente el Autor en el marco del Grupo de Investigación: “Derecho Económico y Comercio Silencioso”. El mencionado proyecto de investigación ha sido financiado por la citada Universidad.

*** Miembro del Grupo de Arbitramento Comercial Internacional liderado por Dr. Freddy Andrey Herrera y del grupo de Investigación “Derecho Económico y Comercio Silencioso” liderado por el Dr. Juan Jorge Almonacid de la Universidad Nacional de Colombia. Correo electrónico: dmmanriquec@unal.edu.co

* We will use the expression “Colombian Corporate Governance” instead of the translation into Spanish language, since it is considered to be more pertinent due the influences of such American institution in the Colombian regulation.

** This article is the result of the institutional research project of Universidad Nacional de Colombia, which is currently being academically supported by the author in the framework of the Research Group: “Economic Law and Silence Commerce”. The mentioned research project has been financed by Universidad Nacional de Colombia.

*** Law student from Universidad Nacional de Colombia, member of the International Commercial Arbitration Group led by Dr. Freddy Andrey Herrera, and member of the research group “Economic Law and Silence Commerce” led by Dr. Juan Jorge Almonacid from Universidad Nacional de Colombia. Electronic mail: dmmanriquec@unal.edu.co

Abstract

This article contributes to build a proposal for a new model of Colombian Corporate Governance from an approach to new principles and new mechanisms oriented to financial consumer protection in the Colombian financial regulation principles. This is based on the feedback from the conception of Corporate Governance by companies and state regulatory agencies.

Keywords: Corporate Governance, Interbolsa, principles of financial regulation, financial consumer protection, Colombian companies

Introducción

El presente artículo es el resultado de un proceso investigativo, cuyo objetivo central es construir una propuesta hacia un nuevo modelo de *Colombian Corporate Governance*, con fundamento empírico, en la quiebra de la comisionista de bolsa más grande del país Interbolsa.

Además, esta propuesta se justifica en la omisión, incumplimiento e ineficacia de los mecanismos de regulación estatal, autorregulación y *Corporate Governance* en el sistema financiero.

El procedimiento para lograr este objetivo dará cuenta de:

Primero. Una aproximación al caso Interbolsa, explicando que fue lo que sucedió, cuál fue la operación de los Repos de Fabricato, cuál fue la relación de Alessandro Corridori y en qué consistió la captación de recursos de los inversionistas para financiar estas operaciones.

Segundo. Nos referiremos a los componentes más importantes del *Colombian Corporate Governance*, explicando conjuntamente las omisiones, incumplimientos e ineficacias, que tuvieron estos elementos en el caso de la quiebra de Interbolsa.

Tercero. Luego de presentar en un ejercicio dinámico los componentes de esta institución y su violación por Interbolsa en las operaciones Fabricato; con el fin de comprender aquella inspeccionaremos la razón de ser de este sistema y hablaremos entonces del principio máximo de este modelo financiero y de autorregulación, el cual es *shareholder is king*.

Cuarto. A continuación, conjuntamente con la propuesta de cambiar el principio máximo del sistema financiero, hacia el principio del interés social de la compañía; se proponen ciertas medidas, como la positivización de la mencionada institución, algunas reformas en los componentes que deberían tener y una última propuesta, que se configura como una estrategia para ser esquivos con la ineficacia, incumplimiento y omisión de las leyes.

Quinto. Se presentarán las conclusiones que girarán entorno a:

1. *Colombian Corporate Governance* y sus fuentes jurídicas
2. Interbolsa y las omisiones, incumplimiento e ineficacia de los mecanismos de regulación
3. Propuestas frente al cambio del principio máximo del sistema financiero

4. Propuesta de reforma hacia un nuevo modelo de *Colombian Corporate Governance*: elementos sustanciales.

Aproximación al caso Interbolsa

Interbolsa era la **comisionista** más grande del país (Bolsa de Valores de Colombia (BVC), 2009), comenzó a ver el crecimiento y el beneficio de manejar las inversiones de terceros a través de compra de títulos de renta fija y acciones.

Fue tal el éxito que Rodrigo Jaramillo, su dueño, decide abrir oficinas por el resto del país. En 2001 inicia la fusión bursátil y crea INTERBOLSAS DE COLOMBIA con sedes en las tres capitales del país más influyentes del mercado: Bogotá, Medellín y Cali. No paso mucho tiempo, para que la firma se expandiera como un grupo financiero, HOLDING INTERBOLSA, en Panamá, Brasil y Estados Unidos. Era tal su importancia dentro del mercado que era entidad Matriz, la fondeadora del mercado, como bien lo describe Donadio (2013), era el Banco de la Republica de las comisionistas de bolsa, encargada de dar liquidez a otras firmas.

A pesar de las buenas cifras de la comisionista, venía en un proceso gradual de apalancamiento (endeudamiento) desde el 2010, producto del negocio, presentado por Alessandro Corredori (Donadio, 2013)¹, de comprar Fabricato por debajo del verdadero precio y luego re-vender más caro, sin hacer una *oferta pública de adquisición* o una OPA, violando las normas en el tema.

Parecía muy buen negocio, la acción de la textilera se cotizaba en la bolsa por debajo de su valor intrínseco, es decir de lo que se obtendría liquidando los activos de la compañía y después de algunas maniobras, se vendería

a un precio mucho mayor. Esta estrategia se sustentaba en las buenas perspectivas presentadas por los Análisis de Merryll (sic), que mostraban una valorización a futuro de la acción de Fabricato, entre \$80 y \$102 pesos, debido a que Fabricato era una compañía con planta industrial de tecnología de punta y con potencial de crecimiento, derivado del TLC con EU. En resumen, comprar hoy barato las acciones y vender mañana mucho más caro.

Interbolsa fue inversionista en un negocio que no estaba en su portafolio de negocios.

La forma en la que Corredori se adueñó de Fabricato, fue a través de los Repos que son unos prestamos con posibilidad de compra. En donde alguien tiene acciones, necesita efectivo, pero no quiere vender las acciones. Es decir que Fabricato necesitaba el dinero para hacer sus inversiones, Corredori a través de Interbolsa lo tenía, pero el negocio de ellos era adquirir las acciones de la compañía, adueñándose de ella, y luego venderla a mayor precio.

El Repo, funciona como un préstamo entre particulares, en donde el deudor (Fabricato) entrega unas acciones que son objeto del Repo más una garantía adicional de 40% en acciones y el acreedor otorga el dinero.

El papel de Interbolsa, en los Repos de Fabricato, fue ser garantía para el acreedor. Entonces a Alessandro Corredori, Interbolsa, le prestó plata para que adquiriera Fabricato a través de los Repos, teniendo como garantía las acciones de la compañía. Es decir, el papel de Interbolsa fue ser el musculo financiero de la operación, financiando el crédito y quedándose con los Repos de Fabricato.

De manera que la estrategia utilizada por Interbolsa y Alessandro Corredori, socios en

esta operación, fue la de comprar acciones de Fabricato paulatinamente por medio de una empresa manejada por Corridori, Invertacticas, a quién Interbolsa desembolsaba el dinero y luego de un tiempo la venta de Fabricato dejaría una jugosa utilidad.

Sin embargo, la estrategia de valorización presentaba altos riesgos y la jugosa cuantía se ponía en entre dicho, debido a que la acción se vuelve tan cara, de \$26 a \$90, que el mercado duda que siga siendo buen negocio y piensa más bien que se trata de una jugada de especulación, como en efecto lo fue. El precio no cuenta con sustento en los aspectos fundamentales de la empresa, más si se tiene en cuenta que el sector textil está dando pérdidas y la opción de re-vender la compañía es difícil, debido al pasivo pensional de la firma por \$104.000 millones de pesos y su poderoso sindicato.

Evidentemente la estrategia de repos de Fabricato no funcionó. Y luego de tener \$300.000 millones de Repos en acciones de Fabricato, Interbolsa fue INTERVENIDA el 20 de noviembre de 2012, por “haber suspendido el pago de sus obligaciones bancarias, concretamente un crédito con el BBVA² por \$20.000 millones de pesos, con el cuál, Interbolsa, habría financiado operaciones de estos repos.

Financiación con recursos del público

Uno de los temas jurídicos relevantes, es que los \$300.000 millones que financiaron los Repos, con los que se pretendía adueñar de la textilera, se financiaron de los fondos privados que administraba Interbolsa y de algunos préstamos bancarios.

La comisionista de bolsa, no desembolsó ni un solo peso de su propio patrimonio, sino que, todo, se sacó de Interbolsa SAI (la sociedad administradora de inversión que manejaba varios fondos de inversión, llamados carteras colectivas) más específicamente del ahorro privado de los 4 mil clientes de la Cartera Colectiva Credit y del fondo Premium Capital con sede en curazao. Todas estas operaciones sin el debido consentimiento de los inversionistas que tenían sus ahorros depositados en Interbolsa.

En el 2011 la Superintendencia se da cuenta de estas operaciones peligrosas con los repos de Fabricato a nombre de Corridori. Pero descubre que el músculo financiero que financió los Repos de Fabricato fue Interbolsa a través de la Cartera Credit, quién prestó los dineros a Corridori para comprar los Repos, así que ordena a la cartera que desmonte estas operaciones. Es decir que la SAI tuvo que exigirle a Corridori y su empresa que le devolvieran la plata.

Pero cuando ordenaron el desmonte de estos pagarés de Corridori a la SAI, no había como cancelar estos pagarés, así que la deuda se trasladó de la SAI, a otra cartera colectiva en el exterior, denominada fondo PREMIUM. De esta manera en apariencia se desmontó el crédito dando gusto a la Superintendencia, pero en realidad tan sólo se trasladó el préstamo Premium y la deuda a los inversores de dicho fondo.

Se produjo una malversación de los fondos de Premium capital, uno de los fondos más grandes, a pesar de no estar destinados para financiar estas operaciones, sino para invertir en compra de títulos de renta fija y acciones.

Entonces la adquisición de Interbolsa a través de los Repos, no sólo se financió con

recursos de terceros de buena fe, ya que el fondo tenía invertido el 33% de su portafolio en Repo acciones, sino que se hizo engañando a los inversionistas, quienes depositaban su dinero en este fondo confiados de que se invertirían en operaciones seguras.

El problema central es que los mecanismos de regulación financiera³ que propugnan por mantener la seguridad, el equilibrio y la sostenibilidad del sistema financiero para evitar conductas que puedan amenazar el sistema, no funcionaron en el caso Interbolsa. Entonces la regulación estatal, la función policiva administrativa económica⁴ de la Superintendencia financiera, la autorreguladora de valores AMV y en últimas del *Corporate Governance*⁵ (Caroll, 1991), no fue suficiente para contener la mayor caída del sistema financiero desde el desplome del Grupo Financiero Grancolombiano⁶.

Es imperante entonces, replantear los mecanismos que controlan la gestión de los actores financieros, con el fin de evitar amenazas altamente nocivas al sistema. Más aun, cuando el sistema financiero es una pieza clave en el modelo económico, ya que representa la estructura de financiación de proyectos productivos que impulsan el crecimiento progresivo de un país.⁷ (Baena, 2008)

Componentes de *Colombian Corporate Governance*, ineficacia, disfunción y omisión

A partir de las **crisis mundiales**⁸ (Mankiew, 2005), acontecidas en el **mercado bursátil**, se ha venido produciendo un movimiento en los Estados, de autorregulación⁹, tendiente a garantizar que el manejo de las empresas se

realice de forma correcta para el beneficio de todos. Dentro de esta tendencia, en un segundo nivel (Pardo, 2002)¹⁰, se tiende a estructurar a las empresas, para que con sus *Corporate Governance* garanticen la seguridad, claridad e igualdad en el accionar de los negocios, para beneficio y justicia de los accionistas. Esta actividad viene complementada con Derecho financiero que ha adoptado un papel policivo, al ser el encargado de mantener la seguridad, el equilibrio y la sostenibilidad del sistema financiero, a través de mecanismos de regulación estatal que controlan la gestión de los actores financieros, buscando evitar conductas que puedan amenazar el sistema.

De hecho, algunas de las crisis en los sistemas financieros más grandes: Enron (2001) o Parmalat (2003), Lehman Brothers (2001), Bear Stearns (2008) o las ocurridas en el mercado nacional en los años noventa con el grupo Michelsen y entre las más recientes el proceso liquidatorio de Proyectar Valores (Donadio, 2013, p. 18)¹¹, demuestran que las malas prácticas de *Corporate Governance* llevan a la liquidación de una persona jurídica.

De igual manera la omisión e inaplicación los mecanismos de regulación, producen los mismos efectos. En el caso Interbolsa, este fue uno de los principales motivos para la quiebra de la comisionista. De haberse aplicado controles en la gestión y Supervisión de las operaciones el desfallo financiero más grande del siglo XXI, en Colombia, no se hubiese perpetrado.

De lo anterior deducimos que el *Corporate Governance* se presenta como un conjunto de principios y actuaciones administrativas mediante las cuales se establecen

los controles internos y externos de la compañía, los cuales deben ser ejecutados con transparencia.

El buen *Corporate Governance* debe permitir mecanismos que garanticen el balance de la gestión de cada órgano mediante un sistema de frenos y contrapesos, con el fin de que las decisiones adoptadas por la compañía se realicen con la mayor comprensión y de acuerdo con el interés de la compañía, respetando los derechos de los consumidores financieros y de los demás grupos de interés. Tanto así que el tema ya forma parte importante de la calificación de las empresas.

Recomendaciones y cumplimiento de fuentes jurídicas

En este punto las recomendaciones que hace OECD (Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo), se presentan como las directrices en el tema. Tanto así que la Superintendencia financiera ha seguido estos lineamientos básicos en sus documentos guías sobre el *Corporate Governance* que son el sustrato conceptual para el desarrollo de códigos por las empresas.

A continuación, nos referiremos a los componentes más importantes de la mencionada institución explicando conjuntamente, en algunos casos, la ineficacia, disfunción y omisión, que tuvieron estos elementos, en la quiebra de Interbolsa. A partir de las fuentes que mejor recogen las obligaciones y deberes en cuanto a *Corporate Governance* además de los deberes de la Superintendencia Financiera, como son Ley 964 de 2005, el decreto 2555 de 2010 y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, los principios de la OCDE y en los documentos conceptuales de la Superintendencia Financiera.

Fuentes legales del Colombian Corporate Governance

La OECD habla de la promoción de un marco legal, estableciendo concretamente la forma en la cual se divulgan correctamente la situación y las operaciones de la sociedad.

En Colombia la promoción de un marco legal serio, es débil. El *Corporate Governance* es una mera invitación a las entidades financieras (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010), no constituye una obligación y en el peor de los casos ni siquiera se hace mención de esta institución por las autoridades en sus documentos guías. Únicamente para los Fondos de Pensiones, según la Resolución 275 de 2001, es obligatoria la implementación de un “Código de Buen Gobierno Corporativo”.

No sólo la no positivización de la institución es un impedimento para su cumplimiento, también la poca profundidad en el tema es un obstáculo. En este sentido, en el año 2001, los vacíos en normas de revelación de información y conflictos de interés, eran impedimentos en su desarrollo. Solo hasta el 2005 la Ley 964 de 2005 (Ley que regula las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público efectuados mediante valores) se presentó un desarrollo en la delimitación y precisión de la autorregulación (artículo 24) y del *Corporate Governance*. Más específicamente es el Título V “Del régimen de protección a los inversionistas” el que contiene los elementos importantes de gobierno corporativo, en especial los avances en derechos de accionistas minoritarios, en los mecanismos de control y gestión de la compañía.

En aquel, se le confieren facultades al gobierno nacional para adoptar mecanismos

diferentes al cociente electoral y de esa forma fortalecer la participación de accionistas minoritarios en la junta directiva; además se agrega la posibilidad de que los accionistas que representen el 5% del capital social puedan solicitar información a la junta directiva; por otro lado se estableció un mínimo de 5 miembros y un máximo de 10 para las juntas directivas, donde el mínimo el 25% deben ser miembros independientes.

También importante, la prohibición de que el máximo ejecutivo de la compañía fuera al mismo tiempo presidente de la junta directiva y se definieron sus criterios para ser miembro independiente, otro gran avance, fue el de la constitución de un comité de auditoría y la obligación de que los representantes legales certifiquen la veracidad de los informes financieros

Código de *Corporate Governance* mecanismo no de regulación sino mera fachada

Los planteamientos de la OECD y de la Ley 964/05 son complementados con el documento conceptual de la Superintendencia Financiera, el cuál es uno de los pocos documentos guías en parámetros de *Corporate Governance*, al fijar los elementos necesarios, pero no obligatorios, para la creación del gobierno corporativo en las compañías colombianas.

Este documento a pesar de ser una fuente de *soft law* es la única fuente jurídica, conceptualmente integra, que tiene el *Colombian Corporate Governance*.

Sin embargo, el problema más importante no parece ser la ausencia de normas de control financiero, sino su cumplimiento, aspecto que va de la mano con el sentido y alcance que se le ha dado a esta institución

y que pone de relieve la ineficacia de esta institución al no ser vinculatoria. (OECD, 2004)

En la misma línea, el principal argumento con el que Colombia promueve desde el 2001 una reforma sustancial al marco regulatorio del Mercado Público de Valores y aspectos del *Corporate Governance*, es con el fin de colocar a Colombia con sintonía con los demás países de Latinoamérica; con el fin de aumentar la inversión extranjera en las compañías; de aumentar la competitividad y dar valor agregado (Morales, 2007).

A pesar de ello el argumento más importante, para la aplicación del *Corporate Governance*, el de ser un mecanismo que brinda seguridad y constituir un sistema de control limitando la gestión, es rezagado, olvidado. De manera que la no obligatoriedad de esta institución, por ser *soft law*, proviene, entre otras, del sentido y alcance que el gobierno nacional le ha dado, debido a no es impulsado como un mecanismo que garantice la seguridad en el sistema, como un mecanismo de regulación, sino como un mecanismo de mera fachada para estar a tono con las tendencias en regulación y para no quedarse atrás en la presentación “moderna” de las compañías, ya que este elemento es síntoma de competitividad y valor agregado para los ojos extranjeros.

La prueba de es un mecanismo de mera fachada, es la utilidad que las compañías ven en el código de buen gobierno corporativo. Para las compañías esta institución de regulación, expresado en un código, solamente le da presentación a la compañía, pero no constituye un elemento que se ponga en práctica ni contribuya a la consecución de los fines de las empresas, ni mucho menos

en un mecanismo de regulación dentro de las compañías.

El ejemplo más claro de ello es la caída de Interbolsa en donde se violaron todos los elementos de *Corporate Governance*, como mostraremos más adelante.

Se percibe esta utilidad que ven las compañías en la institución, cuando a la hora de buscar los códigos mejor referenciados por autores como Morales (2007) en sus investigaciones sobre “aplicación de gobierno corporativo”, nos encontramos que el Código de Interbolsa era uno de los más completos y con mayor componente ético. Esto es prueba fehaciente de que el código de buen gobierno es sólo una fachada, un saludo a la bandera.

De esta manera, aunque la Ley 964 del 2005, haya logrado grandes y gratos avances en cuanto a los derechos de los inversionistas, en general la atmosfera de no vinculatoriedad, permea algunas disposiciones obligatorias contenidas en esta Ley, tanto así que, como lo veremos a continuación, su cumplimiento se ve seriamente cuestionado. Más aún si se tiene en cuenta, las omisiones numerosas en los deberes de la Superintendencia Financiera, en materia de Supervisión y Control.

De fondo, se analiza que las fuentes del *Corporate Governance* por característica definitoria son flexibles y otorgan muchas libertades a las entidades financieras. La razón de ser, el motivo fundamental que explica el por qué, de las constantes omisiones de las entidades financieras y de la débil intervención de las instituciones policivas de control se ve en el principio máxime que funda el sistema, este aspecto será tratado más adelante.

Obligaciones incumplidas

A continuación, presentaremos las omisiones de obligaciones dadas en el caso Interbolsa, delimitando claramente los deberes de las instituciones financieras, las responsabilidades de las entidades Supervisoras, reguladoras y ejecutoras contenidas en la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010 y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero además de “deberes” de carácter no vinculante contenidas en los documentos de la OCDE y en los documentos conceptuales de la Superintendencia financiera.

1. Entre las obligaciones omitidas, se encuentran hacer públicos los convenios y agrupaciones de capital que conlleven un grado de control desproporcionado por parte de un accionista con relación a sus acciones¹². Obligación que no se cumplió, toda vez que Interbolsa nunca hizo públicos sus negocios ni agrupaciones de capital con Corridori. Ni siquiera cuando Interbolsa presto a Corridori para comprar los Repos de Fabricato.
2. la abstención de acuerdos anti-opas, prohibición contenida por la OECD y disposición de carácter vinculante consagrada en la Ley 964. Disposición que también fue violada, toda vez que la adquisición de Fabricato por Repos era una estrategia de adquisición de la compañía sin necesidad de OPA (Oferta Pública Accional) (Donadio, 2013)¹³, toda vez que Interbolsa pretendía adueñarse de Fabricato, a partir de la adquisición de la mayoría de las acciones comprándolas con Repos. Además, la Superintendencia en estos casos tiene el deber de intervenir, pero nunca lo hizo a pesar de que era

evidente que Corredori tomaba una posesión dominante en Fabricato.

3. Prohibición, contenida por la AMV de autocartera. Consiste en que la comisionista no puede hacer préstamos hechos por los administradores a los accionistas.

Otra obligación, incumplida, dado que, Interbolsa realizó préstamos al señor Corridori, a través de su empresa Intertactivas¹⁴, con los cuales se financiaron los Repos y de los cuales Interbolsa se beneficiaría.

4. También se encuentra “prohibido” en el documento conceptual de la Superintendencia Financiera, operaciones que impliquen conflicto de interés, aquellas con personas vinculadas tienen un lugar prominente, pues son uno de los principales mecanismos utilizados por quienes tiene el control de la compañía en detrimento de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Una estrategia es la realización de operaciones a precios diferentes a los prevalecientes en el mercado los cuales favorecen a la parte vinculada.

Ejemplo claro de lo ocurrido con los Repos Fabricato, con el señor Corridori, quién manipulo la acción de Fabricato para hacerla parecer muy encima de su precio fundamental de \$26 a 90.

Para el Supervisor del mercado es claro que estas son prácticas indeseables y en algunos casos ilegales y se procura entonces la abstención OPA. Para facilitar el control, deben existir estrategias para que toda operación con vinculados sea aprobada y revisada por la junta directiva de la compañía.

En Interbolsa la Junta Directiva aprobó las operaciones Repo Fabricato, pero en una

esfera clara de falta de independencia y de conflicto de intereses.

Pero a pesar de su “prohibición” y de la intención del Supervisor de que no se cometan estas prácticas, pocas cosas fueron las realizadas por las autoridades, al descubrir que Corredori e Interbolsa eran socios en el 2011, tras la orden de retiro de la operación del fondo SAI. (Donadio, 2013)

En el 2011 la Superintendencia, sabía la intención de empoderamiento de Fabricato por Corridori. Pero, interviene débilmente, al pedir que se desmonten las operaciones Repo, pero no ejerciendo ninguna Supervisión en el cumplimiento de su mandato. De su débil intervención se derivó que las operaciones Repo no fuesen detenidas sino simplemente trasladadas a el fondo Premium. Entonces los organismos de Supervisión tienen una deuda pendiente, la Superintendencia debió intervenir antes de que la comisionista fuese ilíquida.

5. El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, art 114, consagra causales de toma de posesión, dispone que la Superintendencia, tomara posesión de una compañía, la intervendrá, cuando reduzca su patrimonio neto por debajo del 50% de su capital pagado; cuando incumpla los requerimientos mínimos de capital de funcionamiento. Viendo la situación de iliquidez por la que atravesaba Interbolsa, la Superintendencia pudo haber intervenido hace tiempo y evitar así la pérdida de valiosos recursos de los inversionistas. Pero muy por el contrario la Superintendencia, intervino sólo cuando Interbolsa no honro sus obligaciones.

Son claras las omisiones de la Superintendencia frente a sus funciones (Decreto 2555 de 2010)¹⁵ como velar porque las entidades estén sujetas a inspección y mecanismos para la administración de control de riesgos para la protección de los consumidores e inversionistas, factor que no se cumplió.

En la entrevista realizada por la W, el 2 de noviembre de 2012, Gerardo Hernández Correa, muestra con claridad como no estaba al tanto de muchas de las operaciones de Fabricato e incluso daba frases de ánimo sobre lo que para él era un problema temporal, cuando en realidad su omisión por falta de gestión en la Supervisión, fue una de las determinantes en la caída de Interbolsa. ¿Qué hubiese pasado, si la Superintendencia hubiese intervenido a Interbolsa un año antes?, seguramente mucho capital de inversionistas se hubiese salvado y tal vez la comisionista aún estaría con vida, aunque aquí habría que analizar que los engaños y la forma de ocultar la información de Interbolsa es un factor que complementa la omisión en Supervisión de la Superintendencia.

En resumen, como se evidenció, muchas de las obligaciones con carácter vinculante dispuestas en la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010 y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, no fueron cumplidas. De la misma manera los deberes de carácter no vinculante contenidas en los documentos de la OCDE y en los documentos conceptuales de la Superintendencia, no fueron cumplidas. La razón de este incumplimiento, se debe a la falta de Supervisión de los organismos encargados, en especial la Superintendencia Financiera, lo que constituye una clara

omisión de sus funciones; también la carencia de instrumentos de control eficaces que gestionen el control en el cumplimiento de disposiciones y no se puede dejar atrás la misma astucia de los jefes de Interbolsa para ocultar información y manipular los instrumentos de control.

A continuación, enunciaremos los elementos que componen el *Corporate Governance* según los documentos que los desarrollan de la OECD y del documento conceptual de la Superintendencia. Conjuntamente seguiremos realizando el ejercicio de comprobar si estas disposiciones se cumplieron en el caso Interbolsa.

Elementos de *Corporate Governance* incumplidos: Trato equitativo de los accionistas y derecho de participación

La OCED afirma que el principal derecho de los accionistas es el de propiedad. Como desarrollo de ese derecho de propiedad, tienen derecho a participar de las decisiones relevantes de la empresa, como la emisión de acciones, o la fusión de esta con otra empresa o la venta, los cambios del estatuto de la sociedad, entre otros. Como en una sociedad no hay una relación de igualdad entre los accionistas, se debe velar por la protección del accionista minoritario y de la misma empresa, además de las partes interesadas.

De igual manera la Superintendencia en su documento guía de Gobierno Corporativo, clasifica los derechos de los inversionistas en económicos y políticos, dándoles importancia a estos últimos, como mecanismo de injerencia en la compañía y de Supervisión del patrimonio.

La Ley 964, complementa estas disposiciones, al otorgar facultades al gobierno nacional para adoptar mecanismos diferentes al cociente electoral y de esa forma fortalecer la participación de accionistas minoritarios; además se agrega la posibilidad de que los accionistas que representen el 5% del capital social puedan solicitar información a la Junta Directiva.

En el caso Interbolsa, a pesar de que se llevaban a cabo juntas periódicas de inversionistas y también estos tenían el derecho a pedir información sobre los estados de sus cuentas e inversiones. No existió asamblea capaz de descubrir el fraude que se estaba perpetrando. En este sentido, es necesaria una organización de defensa de los derechos del consumidor financiero, sin desconocer las iniciativas adelantadas. Esta organización debe ser eficaz y eficiente, teniendo acceso a los estados financieros, a los movimientos del portafolio de inversiones y que, controlando, dentro de un esquema de *Corporate Governance*, la actuación de la compañía.

Elementos de *Corporate Governance* incumplidos: Revelación de información

Además, los accionistas tienen derecho a estar informados de las decisiones relevantes de la empresa, y a aprobar la toma de una decisión muy importante y a consultarse entre sí sobre decisiones que podrían afectar su derecho a la propiedad. Esta revelación de información incrementa la transparencia frente al funcionamiento de la sociedad y permite el ejercicio adecuado de los derechos de los accionistas minoritarios. Todo esto crea incentivos para que las entidades

actúen de manera prudente en el ejercicio de sus riesgos. (Correa, Flynn, & Amit, 2005)

En el caso Interbolsa lo que menos existió fue revelación de información, existió un incumplimiento en esta disposición. Rodrigo Jaramillo aseguraba que los recursos y activos de los clientes estaban debidamente resguardados¹⁶, aseguraba también que todos los recursos de los clientes estaban debidamente salvaguardados en las cuentas bancarias destinadas exclusivamente para ello, pero la realidad era otra se escondía la más arriesgada y alocada falta de juicio financiero. (Donadio, 2013)

Se apropiaron del ahorro privado de manera ilegítima e imprudente, si ganaban el éxito y los millones de dólares que se echarían al bolsillo habrían sido únicamente para ellos y los incautos inversionistas de Interbolsa no se habrían dado cuenta de que su dinero fue desviado durante más de dos años para financiar una especulación astronómica¹⁷, pues lo habrían podido devolver a sus dueños legítimos. Si fracasaban en la apuesta, las pérdidas las compartían con los incautos, como de hecho sucedió, para asombro y horror de las víctimas. (Donadio, 2013)

En este sentido es nefasto que se socializan las pérdidas pero no se hace lo mismo con las ganancias. (Aglietta, 2009) El presidente Barack Obama presentó la ley Volcker que precisamente buscaba corregir los excesos de la última crisis financiera, en donde se presentó un sísmico de la crisis de Interbolsa, donde grandes instituciones bancarias asumieron riesgos imprudentes a la caza de utilidades rápidas con los recursos de los inversionistas. Obama señaló que no se podía permitir que los bancos ocultaran el endeudamiento que contraían para realizar inversiones especulativas.

Al igual que en la crisis de Enron o Leman Brote en USA, el fraude y el abuso, de Interbolsa, consistió en que se confiscaron ocultamente miles de millones de pesos de los inversionistas incautos, porque si necesitaban \$300.000 millones y hubieran invitado a 30 socios para que aportaran \$10.000 millones por cabeza para invertir en esa “buena oportunidad”, ¿qué habría sucedido?, primero los socios habrían exigido mucha información se hubiera actuado con cautela, segundo si la operación hubiera tenido éxito la ganancia habría que repartirla entre 30 socios. (Donadio, 2013)

Se ven entonces la razón de ser de ocultar la información: Se cometen irregularidades, se traiciona lo pactado y se juega con lo ajeno. Otra maniobra además de ocultar fue lo que hacían jefes de la comisionista, manipulando la información a través de falsos informes, de esta manera mantuvieron la confianza de los inversionistas y contribuyeron a la ya mencionada omisión de la Superintendencia, al pasar por desapercibidos los profundos riesgos.

Elementos de *Corporate Governance* incumplidos: Junta o Consejo Directivo

Más que un órgano de gestión día a día es un órgano de Supervisión que orienta la política general de la entidad, controla a los representantes legales y sirve de enlace con los accionistas, es el órgano responsable del desempeño de la entidad. (Bolsa de Valores de Colombia –BVC–, 2009)

Factores como la estructura, las calidades y asistencia de los miembros y presencia de los comités especializados son fundamentales.

Un cierto número de los integrantes de la junta deben tener independencia¹⁸ de la entidad del conglomerado para garantizar la imparcialidad y objetividad de criterio, esta independencia es favorable para que las decisiones que se tomen estén de acuerdo con el interés de los accionistas de la sociedad y para ser un contrapeso a las decisiones de los accionistas controlantes.

En el caso Interbolsa el papel de la junta fue determinante debido a que en la reunión llevada a cabo el 31 de octubre (Acta de Consejo Directivo de Interbolsa 271) en el edificio de Interbolsa, el doctor Álvaro Tirado Quintero afirmó que las áreas de control, el comité de riesgo y la junta directiva apoyaron el endeudamiento de la comisionista por más de trescientos mil millones de pesos.

Sin embargo, algunos de los miembros de la junta que renunciaron el 2 de noviembre, aseguraron que no fueron informados. Señalaron que en agosto y septiembre les habían informado que los repos de Fabricato eran un riesgo medido y adoptado a conciencia, pero solamente el 25 de octubre les revelaron que la crisis los llevaría a un desenlace final. La junta directiva desautorizó estas medidas, pero ello no sirvió de nada.

De manera que es clara la contradicción de declaraciones, pero habiendo conocido la reputación del Dr. Tirado, luego de la realización de los negocios Repo en los que era beneficiario, se presentan varias hipótesis. Primero que las declaraciones del administrador del fondo Premium, no son completas y que ocultaron con el fin de engañar a la junta directiva, como muchos de los engaños que existieron en este caso, información valiosa sobre los riesgos de la operación Fabricato.

Una segunda hipótesis cuestionaría la independencia de los miembros de la Junta Directiva, a pesar de las declaraciones que argumentan la oposición de la junta a estas operaciones. Una tercera hipótesis cuestionaría que a pesar de la oposición las operaciones con Fabricato se llevaron a cabo, porque el poder de decisión no lo tenía la junta directiva sino los accionistas mayoritarios.

En resumen, a pesar de las muchas hipótesis que se pueden formular en relación con la verdadera actuación de la junta directiva, lo único cierto es que las operaciones Fabricato se llevaron a cabo, pese a su gran riesgo y pese a la contradicción de declaraciones en donde se duda sobre si la junta tenía conocimiento o no, si aprobó o no. Lo único cierto es que las funciones de la junta directiva de Fabricato como son Supervisar y orientar la política de la entidad, no se llevaron a cabo eficazmente, porque de lo contrario la quiebra de Fabricato producto de las operaciones Repo, no se hubiese perpetrado.

De igual manera se conoce que la eficiencia de los derechos de los accionistas está altamente relacionada con el adecuado funcionamiento de dicho órgano, por lo tanto se hace indispensable los requisitos para el desarrollo de las reuniones de este órgano. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010)

En este sentido, también es cierto que *Corporate Governance* no existía en la comisión, no existían los frenos y contrapesos, por lo que se revela como ineficaz, toda vez que su efectivo funcionamiento supondría que se hubiese exigido la verificación de operaciones, la Supervisión de las inversiones, la vigilancia en la asociación con terceros, el cuestionamiento de operaciones de alto riesgo etc.

Elementos de GC incumplidos: Órganos de control: un solo grupo de control

Los órganos de control, tanto internos como externos, tienen la responsabilidad de verificar que la entidad vigilada desarrolle sus actividades de la forma adecuada, que se cumplan las normas vigentes, que la contabilidad se lleve de forma regular, y que se hayan establecidos sistemas de control de riesgos. (Vidal, Modelos de gobierno corporativo: Diferentes perspectivas teóricas)

En términos generales se entiende por órganos de control el revisor fiscal, la auditoría externa e interna y el contralor normativo. Es necesaria una evaluación interior a los órganos de *Corporate Governance* esta depende de: fijación de políticas, responsables de ejecución, seguimiento y evaluación de su cumplimiento y la adopción de mecanismos correctivos. (Ariza, 2012)

En la caída de la comisionista no hubo órgano de control que pudiera detener las maniobras de los accionistas mayoritarios, quienes a toda costa ocultaron las operaciones y a toda costa imposibilitaron que la compañía conociera, el tan peligroso negocio en el que estaban metidos.

En entrevista hecha a Rodrigo Jaramillo, por la revista Dinero 2012, el dueño de la comisionista aseguró que las operaciones con los Repos venían desde 2010 o antes, es decir que la crisis no fue súbita, sino que se fue gestando gradualmente. Admitió también que el apalancamiento a Corridori fue muy alto y el error lo atribuyó al comité de riesgos.

Evidentemente las operaciones fueron un exceso, Jaramillo admitió que llegó un momento en el que estaban con el agua al

cuello, en un momento en el que suspender implicaba el incumplimiento de las operaciones.

Las hipótesis que planteamos anteriormente convergen cada vez más hacia una misma tesis, y es que no existía, entidad autónoma e independiente en Interbolsa, todo era un entramado, una telaraña de manipulación. Los accionistas mayoritarios tenían influencia en todas las áreas de la compañía y no existía ni dentro de la empresa, ni dentro de las autoridades estatales alguien que pusiera fin a estas épicas maniobras.

Reforzando esta tesis se sabe que la responsabilidad del comité de inversiones de la SAI en los préstamos de Credit a Corredori, es importante y evidentemente los jerarcas de Interbolsa eran los partícipes en este comité tales como Luis Fernando Restrepo Jaramillo, Luis Gabriel Jaramillo Abondano y Francisco Restrepo¹⁹. (Donadio, 2013) Lo que demuestra que no existía independencia en absoluto, más aún si estos administradores son partícipes por comisión en la operación de Fabricato, teniendo un incentivo adicional para impulsar estos negocios.

Elementos de GC, análisis: Control mayoritario, estructura de la propiedad como elemento que contribuye a la falta de independencia en la compañía

Este punto es el principal sustento de la tesis de carencia absoluta de independencia en Interbolsa. Un gran poder mayoritario como el de los accionistas, con capacidad para controlar a los accionistas minoritarios es muy común en el capitalismo contemporáneo según. (Mayer, 2001) De igual manera quién

es poseedor de un gran capital accionario dentro de una empresa, está pues implicado en gobierno de una empresa de manera más activa que los accionistas minoritarios.

El análisis de la estructura de propiedad implica la concentración de capital, la pertenencia a un conglomerado y la transparencia de dicha estructura. La pertenencia a un conglomerado implica que el poder de decisión se encuentra subordinado a una persona lo cual aumenta el riesgo de que las decisiones no se ajusten al mejor interés de la entidad o al de todos sus accionistas, (García, 2012) tal como paso con la decisión de los Repos en el caso Interbolsa.

En este sentido se conoce que la propiedad concentrada presenta un mayor potencial de abuso frente a los derechos de los accionistas minoritarios, quienes no tienen la misma capacidad de influencia dentro de la organización.

Es por ello que la pertenencia a un conglomerado implica que el poder de decisión se encuentra sometido a la voluntad de la matriz o controlante. Esto incrementa el riesgo de que el poder de decisión se use para el mejor interés de la matriz y no necesariamente de la entidad individual. (Ochoa, 2011)

El caso prototípico lo constituyen las operaciones con entidades vinculadas a precios diferentes de mercado en detrimento de los rendimientos económicos de los accionistas minoritarios, como el ocurrido en Interbolsa.

El contraste de estos análisis de los documentos conceptuales, con el caso de Interbolsa, da cuenta afirmativa de que una Holding como Interbolsa, compuesta

por la SAI (la sociedad administradora de inversión que manejaba varios fondos de inversión, llamados carteras colectivas) con ahorros de más de 4 mil clientes de la Cartera Colectiva Credit y del fondo Premium capital con sede en curazao, maniobro con los diferentes depósitos de inversiones, para realizar sus operaciones. Muestra de ello el traspaso de los endeudamientos producto de las operaciones Fabricato a distintos fondos de la misma Holding, hecho que da cuenta que toda la Holding Interbolsa estaba concentrada en este negocio, corrompiendo cualquier método de *Corporate Governance*, independencia y control dentro de la misma compañía.

Por otro lado, la transparencia en la estructura de propiedad permite que los grupos de interés, el Supervisor y los accionistas minoritarios identifiquen a los beneficiarios reales de la entidad. Frente a los accionistas minoritarios y los grupos de interés una sociedad, la estructura de la sociedad es transparente si la entidad revela públicamente su composición accionaria, identificando los beneficios reales.

En Interbolsa no existió transparencia en la estructura de la propiedad toda vez, que Corridori, socio en las operaciones Repo de Fabricato nunca fue identificado dentro de la estructura de la propiedad ni mucho menos fue identificado como socio en el manejo e inversión del capital.

Imponer a los dirigentes de las empresas la rentabilidad financiera más alta en forma de retorno de sus fondos constituye la forma de poder más importante que esos accionistas han adquirido (MORIN, 2001) que confluye también con el incentivo, siempre grato, de

recibir comisión por toda operación que se realice, de manera que tanto el administrador como el accionista mayoritario se vuelven socios en lograr el objetivo principal de la compañía, maximizar las utilidades del accionista mayoritario.

En el caso Interbolsa lo que menos existió fue participación de algún órgano de control que pudieran detener las maniobras de los accionistas mayoritarios, quienes es claro tenían absoluto poder sobre toda a compañía gozaban de su posición de propietarios para obtener su mayor beneficio.

A su vez la conexión de rendimientos financieros y de remuneraciones atractivas para los gerentes en forma de opciones de compra de acciones crea una alianza estratégica entre los altos dirigentes y accionistas privilegiados. Se puede entonces hablar de un grupo de control para caracterizar el modelo de *Corporate Governance* de Interbolsa. Los principales administradores en los fondos, eran quienes, desde el comité de riesgos, autorizaban el préstamo del dinero para las operaciones con Repos de Fabricato, porque directamente ellos eran serían beneficiarios de las operaciones Fabricato.

Elementos de GC incumplidos: Responsabilidades de Administradores

En el ejercicio de las funciones legales de los administradores, que suelen ser miembros de la junta directiva y rendir cuentas a esta, se prevé que deban de actuar conforme con el cumplimiento de deberes básicos dentro del marco de la ley, como buena fe, lealtad, diligencia, transparencia y tener las características éticas de un hombre de negocios,

teniendo en cuenta los intereses de todos los asociados de la entidad. (AMV, 2007)

Deben presentar a la junta directiva informes con las cuentas de su gestión, se debe detallar la evolución de los negocios de la situación jurídica, económica y administrativa de la entidad. De igual manera se considera una buena práctica de *Corporate Governance* la rendición de cuentas frecuente por los representantes legales a la junta directiva.

Conflictos de interés: La condición de administrador impone una serie de restricciones respecto de la actividad profesional o personal, por eso dentro de la Supervisión de es necesario verificar que los administradores no hayan obrado en situaciones en las cuales se encuentren en conflictos de interés.

En el caso Interbolsa los principales administradores de los fondos pertenecientes a los conglomerados, tenía conflictos de interés en las operaciones de los Repos de Fabricato, incluso el abogado Jaime Granados en el planteamiento de los delitos a estos administradores, habla de concierto para delinquir de los administradores Juan Carlos Ortiz, Jaime Granados y Víctor Maldonado, toda vez que utilizaron su facultad de administradores, para captar los recursos de los inversionistas, sin su consentimiento de prestar este dinero a Corridori para la efectiva realización de las operaciones Fabricato. Su impulso e incentivo natural era la tasa de ganancia que podían obtener de estas operaciones. De manera que la rendición de cuentas a la junta directiva se veía perjudicada por la tesis ya mencionada de falta de independencia y conflicto de intereses.

Además, se conocía el perfil de los administradores e inversionistas como Juan

Carlos Ortiz, quién había sido expulsado en 1997 de la BVC por operaciones riesgosas y especulación. Este personaje invirtió una fuerte suma de dinero en la comisionista para implantar su sello propio en la comisionista, la llamada posición propia: con recursos de caja, se invierte en el mercado accionario aprovechando los momentos de baja cotización, en los que los precios bajan y se vende en el pico, cuando sube.

Es una estrategia de último minuto, en donde se aprovecha cada instante y se reacciona ante cualquier variación. Es una ruleta rusa que deja grandes ganancias, pero también grandes pérdidas. Con esta estrategia la comisionista se convirtió en un jugador de peso gracias a la posición que tomo en el mercado TES, con esto se demuestra el talante de los jefes de Interbolsa, que no cumplen con ninguno de los deberes éticos como administradores por el contrario hacen lo que sea necesario para obtener su mayor beneficio, así esto implique apropiarse de recursos de terceros de buena fe para realizar las fraudulentas maniobras de Fabricato.

Delitos

Muchos de los delitos que serán imputados a los jefes de Interbolsa como Rodrigo y Tomas Jaramillo y Jaime Maldonado son consecuencia directa de la falta de control, de frenos y contrapesos dentro de la misma compañía. Por ejemplo, el delito de **abuso de confianza**, en el que se accedieron a recursos e inversionistas para inversiones no consultadas afectando gravemente el patrimonio.

También los auto-prestamos relacionados con los conflictos de intereses dentro de la

compañía, delito que se encuentran tipificado como operaciones no autorizadas con accionistas, este castiga prestamos hechos por los administradores de una entidad financiera vigilada a los accionistas de la misma entidad. (AMV, Reglamentos de Operación)

Según ello el trio de administradores y accionistas obtuvieron préstamos de dinero de Premium por intermedio de las sociedades *Andean Capital Markets* de las que eran dueños. Prestamos efectuados con dineros de los inversionistas en las artificialmente infladas acciones de Fabricato. El motivo de estas operaciones, es porque el gestor de inversiones del fondo Premium capital es socio de Ortiz y Tomas Jaramillo.

También se cometió el delito de administración desleal, imputable al socio o administrador de una sociedad que en beneficio propio disponga con fraude de bienes de la sociedad. El delito se configura desde la circulación ilícita del dinero, desde el patrimonio de los inversionistas hasta los bolsillos de los mismos.

Ninguno de los anteriores delitos se hubiese configurado si se hubiese llevado a cabo el control interno, el comité de riesgo y si las auditorías hubiesen funcionado.²⁰

Modelo de gobierno USA: Principio máximo 'El accionista es el rey'

Luego de presentar en un ejercicio dinámico los componentes de los mecanismos de regulación del *Corporate Governance* regulación estatal y autorregulación y su violación por Interbolsa en el caso Fabricato; con el fin de comprender el modelo de *Colombian Corporate Governance* inspeccionaremos la razón

de ser de este sistema y hablaremos de que el principio máximo de este modelo financiero y de autorregulación, es la prioridad de que *shareholder is king*.

De manera que expondremos el modelo de gobierno estadounidense conjuntamente con comentarios que permiten enlazar los modelos estadounidenses y colombiano, con el fin de entender que el problema de fondo es, éste principio máximo que orienta al sistema financiero.

En el modelo estadounidense, se evidencia los lazos estrechos del florecimiento de las finanzas del mercado y las estrategias adoptadas por las empresas en materia de regulación, para poner en evidencia los problemas de la regulación del capitalismo. El modelo, el cuál es padre del *Colombian Corporate Governance*, es caracterizado por una orientación resueltamente favorable a los accionistas²¹, presenta unas falencias distintivas y gran ductilidad a los actores financieros, en cuanto a libertades que se otorgan en los gobiernos de las empresas a nombre de la libertad contractual (Aglietta, 2009). Luego el interés de lograr valor para el accionista, condiciona los mecanismos de regulación provenientes del derecho estatal, autorregulación y *Corporate Governance*.

Es tal la libertad en los gobiernos de las empresas que solo algunas disposiciones son obligatorias como la puesta en marcha de un concejo directivo, el resto son simplemente recomendaciones como lo vimos anteriormente en el modelo de GC colombiano. La libertad de los dirigentes que es reforzada por la ausencia de contrapoderes de los accionistas, en especial de los asalariados que no tienen ningún derecho en materia de gobierno de empresa.

En este sentido como, observamos anteriormente a pesar de las iniciativas adelantadas para aumentar la participación de los inversionistas o accionistas minoritarios dentro de la compañía, este objetivo se ve fuertemente permeado por la carencia de instituciones sólidas de convergencia de estos actores, que procuren la defensa de sus intereses junto con una participación activa dentro de la compañía, logrando, de esta manera, un importante desarrollo del gobierno corporativo. Esta se configura como una propuesta concreta de impulso, fortalecimiento y concientización de esta institución en Colombia.

Pero a diferencia del modelo estadounidense el modelo colombiano no obliga a los asociados a la divulgación de una información estandarizada para la dirección de los mercados. Es decir, en Colombia no se cumple el objetivo de incrementar la transparencia financiera de las empresas, a través de su forzamiento a divulgar una información estandarizada. Incluso, la cadena de información y socialización de ella es tan importante que en USA, que existen empresas dedicadas a evaluar la confiabilidad de una institución financiera, conocidas como las grandes auditoras. (Aglietta, 2009)

A pesar de que este ejercicio de derecho comparado, no es el objetivo de este trabajo, y es utilizado como un fuerte componente de análisis del modelo de *Colombian Corporate Governance*, propuestas como la consolidación de un gremio de auditorías, con susceptibles de críticas y elogios. Toda vez que cabe recordar que en la crisis Enron la sociedad auditora Arthur Andersen, estuvo implicada en numerosos fraudes contables, engaños en información y poca transparencia a la hora de evaluar a las compañías.

En el mismo sentido, en el modelo EU, ni el poder del derecho societario, ni del derecho bursátil en cuanto a la información estandarizada logra restringir la discrecionalidad de los dirigentes, el control de los dirigentes reposa pues de manera decisiva sobre la fuerza reguladora de los mercados de capitales²².

Tal como sucedió en el caso Interbolsa, donde solamente el incumplimiento de una obligación al BVA fue causal de intervención estatal.

El caso Enron presentado por Aglietta, es una crónica que tiene las mismas bases que el caso Interbolsa todo porque el modelo de regulación es el principal cómplice en la configuración del desfalco. Enron al igual que Interbolsa, era en el 2001, una de las sociedades más distinguidas del mercado con cerca de 27000 empleados. Sin embargo, detrás de este suceso esta la fachada de prácticas contables, industriales y comerciales de dudosa reputación, sin hablar del encubrimiento por parte de los organismos de control. Caracterizado por la preeminente deshonestidad e ingeniosidad para defraudar y las operaciones riesgosas que los han llevado a su éxito.

Finalmente, lo que se observa es la repetición de escándalos financieros de ambos lados del Atlántico. Esto revela si se examina, una lógica común, la utilización de los mercados bursátiles en el marco de una política de adquisiciones agresiva y sin racionalidad económica clara.

Estos casos ponen en evidencia una situación paradójica entre la expansión de la voluntad de los dirigentes, la defensa del valor accionar y el papel de los mecanismos e instituciones de regulación. En lugar de ponerle freno al poder de los dirigentes, según una

representación clara del papel de los mecanismos de regulación, estos multiplican el valor accional con sus omisiones en actuar frente a operaciones especulativas o por lo menos la o por lo menos la débil intervención.²³

Propuesta: hacia un nuevo modelo de *Colombian Corporate Governance*: Principio máxime interés social

El papel permisivo y cómplice en las crisis, desfalcos y quiebras del sistema financiero, es el asidero de la propuesta, de encontrar mecanismos para re-conceptualizar el sistema financiero. De fondo se plantea una problemática tratada por Means (MEANS, 1932)²⁴, el cual a través de un estudio de la jurisprudencia de los Estados Unidos llegó a la conclusión que por definición, la justicia no tiene la capacidad de juzgar sobre el apropiado o inapropiado fundamento de las operaciones de explotación y especulación.

Para los autores la pérdida de control es un elemento inherente al propio sistema, es una tara congénita de la soberanía accional. De manera que la crisis de Interbolsa, refleja lo vano de proponer un sistema de vigilancia reflejado solamente en lo disciplinario. Al igual, que se percibe la ingeniosidad de los actores, para esquivar los más agudos dispositivos de control. Por este motivo en este último momento en esta investigación, expondremos qué mecanismos pueden tenernos hacia un nuevo modelo corporativo, luego de haber evidenciado claramente que el *Corporate Governance* no se cumplió en absoluto en el caso Interbolsa y que es urgente su replanteamiento.

De manera que lo primero que tratemos será el cambio del principio máxime del

sistema financiero, para de esta manera cambiar los mecanismos de autorregulación, regulación estatal desde la raíz y no con cambios superfluos en los aspectos disciplinarios.

Re-conceptualizar el principio máxime del sistema financiero: El interés social de la empresa y no la maximización de la utilidad para el accionista mayoritario

Lo primero que hay que decir es que no puede cambiarse la forma de regulación si no se cambia la forma el principio rector del sistema, que orienta a todas compañías, siendo este un tema de percepción empresarial y educación en el sector.

Existen más otras formas de concebir la este sistema de regulación y la compañía. El modelo continental europeo, privilegia la reglamentación interna de las empresas: el derecho de sociedades y el derecho laboral. Organizan así estructuras deliberadas entre los principales actores de la firma. Además, estos bloques de control que protegen a la dirección, de las fluctuaciones de los mercados capitales, prevaleciendo una visión del gobierno de empresa orientado hacia el interés social de la empresa. (Aglietta, 2009)

Por ejemplo, el derecho de sociedades alemán enmarca con fuerza a la organización interna de las empresas a diferencia de la estructura monista que se presenta en EEUU (el concejo Directivo) en el modelo alemán se presenta una estructura dual, con un directorio encargado de la gestión y un concejo de vigilancia, responsable del control de los directores. El rasgo característico del modelo alemán es sin duda el lugar reservado

a los asalariados en materia de gobierno de empresa, a través del sistema de cogestión.

De otro lado, el modelo francés, que sigue al modelo alemán como un sistema de co-vigilancia, y no de congestión, reproduce una visión holística de la empresa como entidad autónoma, mucho más cercana al modelo alemán que al modelo EEUU. Los dirigentes deben actuar en nombre del “interés social”, el cual, para ciertos autores es sinónimo de interés de empresa (Paillusseau, 1984,1999). Tanto así que la “finalidad del concejo directivo” como la consagran el Informe Viérnot II & BOUTON, es que la empresa responda a los intereses propios y de los *skateholders*, los cuales convergen en asegurar la prosperidad y continuidad de la empresa como lo expresa:

“En los países anglosajones, se pone el acento sobre todo en la maximización del valor de la acción, mientras que, en el continente europeo y en particular en Francia, está puesto más bien sobre el interés social de la empresa.”

De manera que un replanteamiento de esta institución, no puede realizarse en los supuestos de aumentar las medidas policivas de las autoridades, ni aumentar las penas, toda vez que, si no se cambia el principio de la soberanía accional, que se concentra en la maximización de las utilidades para el accionista mayoritario, todo esfuerzo será en vano.

En conclusión, la propuesta es replantear el principio máxime del sistema financiero, siguiendo el ejemplo de los países del viejo continente, de impulsar y concientizar, como máximo objetivo el interés social de la empresa, ello se presenta como la mejor propuesta para curar la ineficacia, incumplimiento y omisiones de las instituciones financieras y a la vez

prevenir cualquier crisis que amenace con la seguridad del sistema financiero.

A continuación, conjuntamente con la propuesta de cambiar el principio máxime del sistema financiero, se proponen ciertas medidas como la positivización del *Corporate Governance*, algunas reformas en los componentes que deberían tener y una propuesta última, que se configura como una estrategia para ser esquivos con la ineficacia, incumplimiento y omisión de las leyes, que llevaran de ser letra muerta las disposiciones en mecanismos de regulación, hacia una cultura en la comunidad empresarial.

Positivización del *Corporate Governance*: Ejemplo latinoamericano

En los países latinoamericanos los principales problemas se han centrado en conflictos de interés entre los accionistas controladores, los mayoritarios, y los minoritarios, debido a los problemas de agencia, de usos de información privilegiada y de conductas antiéticas. Por lo tanto buenas reformas en cuanto al *Corporate Governance* en estos países producirían mayor transparencia en el mercado y lograrían la efectiva transferencia de los recursos a las empresas que tenga buenos proyectos de inversión. (OECD, 2004)

Como se evidencia el sector de regulación dentro de la compañía y la responsabilidad social del administrador está desarrollándose a pasos agigantados en Latinoamérica y varias de sus iniciativas son novedosas pero presenta algunas críticas como: que las iniciativas tienden a ser voluntarias y por lo general no existe monitoreo independiente ni sanciones firmes por el incumplimiento de compromisos. (Correa, Flynn, & Amit, 2005)

En este sentido que el papel del gobierno sea promover leyes de carácter vinculatorio y no simples sugerencias *de soft law*, es vital. Los mayores desarrollos en positivización de la mencionada institución, en Latinoamérica, se encuentra en la regulación de Chile, como una de las regulaciones que mayor protege los derechos de los accionistas minoritarios.

Entre los aspectos más importantes de su regulación se destacaron el alcanzar la igualdad de derechos de los tenedores de acciones; la regulación del proceso de ofertas públicas²⁵; la creación de los comités de auditoría y el mejoramiento de calidad en la entrega de información al mercado y los accionistas.

En cuanto a las juntas directivas la evaluación es deficiente en tanto no establece un límite de renovación de la Junta y tampoco se establece un mínimo de directores independientes, sin embargo, hay que rescatar que también ha mejorado la transparencia de la información a los accionistas y al mercado.

De igual manera la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, ha promovido varios cambios normativos relacionados con el Buen Gobierno. Las principales modificaciones hacen referencia al gobierno de los emisores y control de las sociedades. Imponiendo restricciones a los accionistas controlantes, también han desarrollado las materias relativas a los comités de auditoría y la reglamentación de transacciones entre partes relacionadas estableciendo la acción civil derivada.

La nueva Ley de Mercado de Valores chilena introdujo temas relacionados con gobierno corporativo:

A. Comité de Auditoría. Como un mecanismo de fiscalización al interior de la

sociedad, que debe estar conformado en su mayoría por miembros independientes.

B. Transacciones entre partes relacionadas.

C) Derecho a retiro. El derecho de retiro de los accionistas cuando vean comprometido su patrimonio.

D) Acción civil derivada. El derecho que tiene cualquier accionista o miembro de la junta directiva para demandar a quien corresponda en nombre y en beneficio de la sociedad por toda pérdida en el patrimonio derivada de la infracción a la ley o a los estatutos por parte de los administradores. (Lefort Fernando, 2005)

Esta última es una de las reformas más importantes en positivización de la institución, y consiste en hacer justiciables los elementos que lo componen. De esta manera con la acción civil derivada en Chile, se establece otra instancia de contención a la discrecionalidad de los accionistas mayoritarios. Además, se fortalece un aspecto, que es débil en la legislación financiera colombiana, y es la justiciabilidad de los derechos ante la justicia. La propuesta de crear un acción civil, que proteja los derechos de los inversionistas, es una propuesta ambiciosa, pero no imposible en la legislación colombiana, toda vez que implica también el desarrollo institucional de la rama judicial, una inversión considerable en la creación de instituciones y en general el desarrollo de una cultura del consumidor financiero a hacer justiciables sus derechos (Maldonado, 2011).

Brasil ha sido otro ejemplo de desarrollo del mencionado mecanismo de regulación, en Brasil las instrucciones de la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios de Brasil (quién sería la Autorreguladora del Mercado de Valores, AMV, en Colombia) ha impulsado

normas al mercado de valores, relacionadas con revelación de información, estándares de contabilidad, restricciones para accionistas controlantes y directores independientes. (Vidal, 2008)

En Argentina la Comisión Nacional de Valores ha promovido diversas reformas legales relacionadas con el *Corporate Governance*. Refiriéndose a los deberes y responsabilidades de las juntas directivas, los derechos de los accionistas y la reglamentación sobre Asambleas Generales. Así mismo, un conjunto de regulaciones de la Comisión de Valores de Argentina ha realizado énfasis en la revelación de las prácticas corporativas de la sociedad emisora; sobre los accionistas de control; los sistemas de compensación y los conflictos de interés (Latinoamericanas, fundación de investigaciones económicas).

El estudio legislativo latinoamericano demuestra que estos países se centran en la protección de los accionistas minoritarios mientras que en países más desarrollados los esfuerzos se concentran en aumentar la transparencia de los directores y gerentes.

Este enfoque latinoamericano es fuertemente cuestionado, toda vez que la protección de los accionistas, reclama también su capacitación para reclamar esta protección, esto implica conocimiento de la legislación, conocimiento, cultura financiera y participativa. Chile ha sido el país con mayor desarrollo legislativo en este particular con la promoción de la acción civil derivada como mecanismo de defensa de los derechos de los accionistas y de creación de cultura financiera. (Corporación Andina de Fomento, 2006)

En por ello que, para Colombia, es necesaria y urgente una concientización del mencionado mecanismo un replanteamiento

de la razón de ser de esta institución y de los principios que deben gobernarla, junto con el plan de acción para el acogimiento por parte de toda la comunidad empresarial. Pero ello no puede ser logrado con la estrategia del gobierno, de postular esta institución tan importante, como una simple sugerencia de *soft law*. Por ello es urgente una iniciativa legislativa, que busque llevar aquel mecanismo, a una Ley con el fin de prevenir posibles crisis financieras como la de Interbolsa. De esta manera se generará mayor seriedad en el mercado de valores en cuanto al cumplimiento de los componentes de dicha institución, componentes fundamentales para la prevención de desfalcos financieros y posibles crisis.

Esta ley debe contener todos los aspectos que se encuentran desarrollados en los documentos fuentes del GC y deben procurara mecanismos eficaces para el cumplimiento de estas disposiciones. En general es la participación de toda la comunidad empresarial del sector financiero, junto con un caracterizado papel por parte de las autoridades de regulación, siguiendo el ejemplo chileno, en donde se consagren claramente los derechos de los accionistas y su forma de hacerlos efectivos, de igual manera en donde se consagren componentes fundamentales del GC como las auditorías y controles externos.

Programas como entrenamientos

No basta con escribir en un tratado, una ley una nueva o conceptualización del mercado, orientada hacia el interés social de la compañía, sino que este proceso necesita una ejercicio pedagógico con el fin de que se entienda cual es el objetivo del cambio en el principio rector además de que se determinen

las consecuencias en el campo de la regulación. (Hundskopf)

Por ello y siguiendo el marco regulatorio argentino, que tiene ventajas comparativas frente a otros países de Latinoamérica, el compromiso del sector privado en cabeza de organizaciones independientes en una muestra de la convicción del país, en las mejores prácticas corporativas como mecanismos para atraer inversión y para promover la competitividad, se refleja con la promoción de estrategias configuradas como entrenamientos para ejecutivos en GC. Con las cuales se buscó la difusión y establecimiento de lineamientos para incorporar principios de Gobierno Corporativo en las sociedades argentinas.

Al igual que la iniciativa regulatoria Argentina, en Colombia se podría asemejar este ejercicio, sobre los lineamientos de constituir un gobierno corporativo que busque concretar el principio del interés social de la compañía. Sería una innovación, porque se dejaría de lado los objetivos que han fundado el *Colombian Corporate Governance*: una actualización para no ser obsoletos jurídicamente frente a la comunidad internacional y un valor agregado para aumentar la inversión extranjera y competitividad, para que se adopte un desarrollo real del GC al concientizar a sus principales promotores en el verdadero uso de este instrumento de regulación, en cuál es la preservación de las compañías y el interés social de la misma, con el objetivo de que no se repitan casos como el de Interbolsa.

Reformas sustanciales en el *Colombian Corporate Governance*

En esta segunda etapa, luego de enunciar la necesidad de positivar dicha institución,

junto con una estrategia de generación de cultura es imperante, que esta reforma contenga cambios sustanciales en cuanto a algunos de los elementos ya mencionados y que se describirá a continuación.

Dados los problemas en gobierno corporativo latinoamericanos la CAF (Corporación Andina de Fomento) implemento ciertas medidas y recomendaciones a los países de nuestra región (Corporación Andina de Fomento, 2006). Tales medidas se enfocan a mantener un equilibrio de poder dentro de las sociedades tal equilibrio solucionaría los problemas de conflictos de interés entre accionistas mayoritarios y minoritarios; unas de las más importantes son las concernientes a la Junta Directiva, ya que este organismo del sistema corporativo es la conexión entre el administrador y los inversionistas, y la sociedad con el exterior

Algunas de las recomendaciones más importantes que se pueden destacar es la necesidad de que los directores exteriores sean mayores que los interiores, el balance que debería haber entre los miembros no independientes e independientes (los primero son los propuestos por quienes tienen mayor capital en la compañía y los segundos son personas especializadas en la materia que aportan experiencia) y soluciones para cuando hay conflictos de interés por parte de los miembros del directorio, recomendación que va orientada hacia la formulación chilena de la acción civil derivada.

A continuación, se enunciarán algunos de los principales cambios que deben contener las disposiciones de GC, con el fin de planificar su potivización en la legislación colombiana.

Implementación de un concejo de vigilancia

Cambiar el principio que guía el sistema financiero y el modelo de *Colombian Corporate Governance*, representa el cambio también en las instituciones jurídicas, que como lo veíamos en la sección 3 solamente persiguen el objetivo del sistema de maximizar la utilidad al accionista mayoritario y de allí depende su grado de funcionalidad.

La obligatoriedad y la constitución de dos instancias de máximo control, la junta directiva y el concejo de vigilancia, constituye un avance muy significativo en la procura de los intereses de la empresa y de los *stakeholders*. También se ha planteado como lo veremos más adelante, una alternativa a este concejo de vigilancia como lo pueden ser la obligatoriedad del control externo sobre la compañía.

Evidentemente los *shareholders* (Correa, Flynn, & Amit, 2005) (*accionistas mayoritarios o grupos de control*), en su afán de obtener los resultados más beneficiosos en el menor tiempo posible, no ven que asumen una cantidad demasiado alta de riesgos, los cuales se consuman y terminan en crisis. Es muy importante analizar la forma en la cual se pueden optimizar las utilidades en una cantidad de tiempo determinado, pero es más importante determinar las consecuencias que esto podría tener a largo plazo.

Con la implementación de un concejo de vigilancia, siguiendo el ejemplo del modelo de GC alemán los intereses sociales de la empresa se verá materializado, porque al resaltar que una empresa es un constructo social, en donde todos y cada uno de sus miembros son valiosos y necesarios para su desarrollo, sus intereses y necesidades serán tenidas en cuenta, supervisadas y

monitoreadas a través de este concejo para su efectivo cumplimiento.

Control externo mediante auditorías externas

En cuanto a la participación de un control externo en las empresas cabe resaltar lo que Manuel Olivencia clasifica como la función esencial del consejo de administración del Corporate Governance en “*la Supervisión, que incluye el control de las instancias de gestión, mediante el seguimiento de los sistemas internos y de información adecuados a tal fin*”, acompañados de principios como la transparencia y la responsabilidad, para resaltar la importancia de la auditoría interna de las sociedades. (Olivencia, 2008)

Encontramos recomendaciones acerca del desarrollo y la composición de los entes que deben realizar auditorías, incluyendo una auditoría externa y de riesgo, y una auditoría interna complementaria a la externa, resaltando que en el derecho de sociedades no se impone expresamente la existencia de un sistema de control interno.

Beneficios de auditorías externas

Según el informe español sobre el gobierno de las sociedades de 1998 los beneficios de este sistema de control radican en que la auditoría externa “comprueba la adecuación e integridad de los sistemas internos de control y revisa la designación y sustitución de sus responsables” y las auditorías internas “en manos de expertos ejercen su misión conforme a las reglas de su oficio, con objetividad y transparencia” a pesar de que se “vinculen con la sociedad por una relación de servicios”.

Estos sistemas de control como en el caso español, incrementan la seguridad de las sociedades, de inversionistas y accionistas, en las actividades del gobierno corporativo, por su eficacia frente a la regulación, pues dentro de esta se garantiza la información detallada a cada uno de los participantes de aquella institución acerca de su funcionamiento. Señala que en los códigos de conducta las recomendaciones de la existencia de un comité de auditoría con competencias sobre la sociedad interna, han ido creciendo.

En esta línea se consagran requisitos para la conformación de auditorías internas, y la necesidad de la existencia de comités de auditoría para una mayor seguridad, y como se anuncia en el Informe del grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2006, “se recomienda la existencia de “la función de auditoría interna” bajo la Supervisión del comité de auditoría; se extienden sus competencias a las materias de información, control interno y control de riesgos, y se propugna la “independencia y eficacia” de la función y la toma en consideración de su informes por la alta dirección”.

El control externo representa un punto fundamental en el cambio hacia un nuevo modelo de *Corporate Governance* porque representa la contraposición y la nueva cara, a las omisiones de las autoridades. El control externo implica que tanto el estado como organizaciones externas, supervisen, gestionen y controlen las disposiciones de la institución dentro de las compañías.

Con la implementación de estas medidas, este tomaría la fuerza, que requiere para actuar como instancia de control de la gestión eficaz, toda vez que no se encomendaría esta tarea a un solo actor, la compañía, sino

que existiría acompañamiento real, cierto y efectivo de otras instancias. Esta propuesta va acompañada con la mencionada más arriba de constituir un gremio especializado de auditorías, no sin antes realizar el respectivo estudio que evalúe sus déficits y Superávits. Teniendo en cuenta que estas auditorías son también susceptibles a corrupción como ocurrió en el caso Enron, con JP Morgan y otras.

Conclusiones

En cuanto al Corporate Governance y sus fuentes jurídicas

No obligatoriedad y soft law proviene del sentido que el gobierno le ha dado al *Corporate Governance*. La no obligatoriedad del gobierno corporativo, por ser *soft law*, proviene, entre otras, del sentido y alcance que el gobierno nacional le ha dado a dicha institución debido a no es impulsado como un mecanismo que garantice la seguridad en el sistema, sino como un mecanismo de mera fachada para estar a tono con las tendencias en regulación y para no quedarse atrás en la presentación “moderna” de las compañías, ya que este elemento es síntoma de competitividad y valor agregado para los ojos extranjeros.

Atmósfera de no vinculatoriedad permea cumplimiento De esta manera, aunque la Ley 964 del 2005, haya logrado grandes y gratos avances en cuanto a los derechos de los inversionistas, en general la atmósfera de no vinculatoriedad, permea algunas disposiciones obligatorias contenidas en esta Ley, tanto así que, que su cumplimiento se ve seriamente cuestionado. Más aún si se tiene en cuenta, las omisiones numerosas de la Superintendencia financiera, en materia de Supervisión y control.

Legislación flexible en motivo del principio máximo del modelo alcanzar la utilidad del accionista mayoritario. De fondo es una legislación, que por característica definitoria es flexible y otorga muchas libertades a las entidades comisionista de bolsa, interviene cuando es estrictamente necesario. La razón de ser, el motivo fundamental que explica el por qué, de las constantes omisiones y de la débil intervención de las instituciones de control se ve en el principio máximo que funda el sistema la maximización de la utilidad para el accionista mayoritario. En lugar de ponerle freno al poder de los dirigentes, según una representación clara del papel de los mecanismos de regulación, estos multiplican el valor accional con sus omisiones en actuar frente a operaciones especulativas o por lo menos débil intervención.

Frente a Interbolsa y las omisiones, incumplimiento e ineficacia de los mecanismos de regulación

No cumplimiento de disposiciones de *Corporate Governance* en caso Interbolsa en motivo de la falta de Supervisión de las autoridades de control. En resumen, como se evidenció, muchas de las obligaciones con carácter vinculante dispuestas en la Ley 964 de 2005, el Decreto 2555 de 2010 y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, no fueron cumplidas.

De la misma manera las obligaciones de carácter no vinculante contenidas en los documentos de la OCDE y en los documentos conceptuales de la Superintendencia, no fueron cumplidas. La razón de este incumplimiento, se debe a la falta de Supervisión de los organismos encargados, en especial la Superintendencia Financiera, lo que constituye una clara omisión de sus funciones; también la

carencia de instrumentos de control eficaces que gestionen el control en el cumplimiento de disposiciones y no se puede dejar atrás la misma astucia de los jefes de Interbolsa para ocultar información y manipular los instrumentos de control.

Las funciones de la Junta Directiva no se cumplieron. En resumen, a pesar de las muchas hipótesis que se pueden formular en relación con la verdadera actuación de la junta directiva, lo único cierto es que las operaciones Fabricato se llevaron a cabo, pese a su gran riesgo y pese a la contradicción de declaraciones. Lo único cierto es que las funciones de la junta directiva de Fabricato como son supervisar y orientar la política de la entidad, no se llevaron a cabo, porque de lo contrario la quiebra de Fabricato producto de las operaciones Repo, no se hubiese perpetrado.

No existía el *Corporate Governance* en la comisionista. En este sentido, también es cierto que la institución no existía en la comisionista, no existían los frenos y contrapesos, por lo que el aquella se revela como ineficaz, toda vez que su efectivo funcionamiento supondría que se hubiese exigido la verificación de operaciones, la Supervisión de las inversiones, la vigilancia en la asociación con terceros, el cuestionamiento de operaciones de alto riesgo etc.

No existía, entidad autónoma e independiente en Interbolsa los accionistas mayoritarios tenían todo el control sobre Interbolsa, todo era un entramado, una telaraña de manipulación. Los accionistas mayoritarios tenían influencia en todas las áreas de la compañía y no existía ni dentro de la empresa, ni dentro de las autoridades estatales alguien que pusiera fin a estas épicas maniobras.

Reforzando esta tesis se sabe que la responsabilidad del comité de inversiones de la SAI en los préstamos de Credit a Corredori, es importante y evidentemente los jefes de Interbolsa eran los participantes en este comité tales como Luis Fernando Restrepo Jaramillo, Luis Gabriel Jaramillo Abondano y Francisco Restrepo. Lo que demuestra que no existía independencia en absoluto, más aún si estos administradores son participantes por comisión en la operación de Fabricato, teniendo un incentivo adicional para impulsar estos negocios.

El poder mayoritario de los accionistas sobre la compañía es el motivo de la falta de independencia y de la ineficacia del *Corporate Governance*. Este punto es el principal sustento de la tesis de carencia absoluta de independencia en Interbolsa. Un gran poder mayoritario como el de los accionistas, con capacidad para controlar a los accionistas minoritarios es muy común en el capitalismo contemporáneo según (Mayer, 2001). De igual manera quién es poseedor de un gran capital accionario dentro de una empresa, está pues implicado en gobierno de una empresa de manera más activa que los accionistas minoritarios.

Es por ello que la pertenencia a un conglomerado implica que el poder de decisión se encuentra sometido a la voluntad de la matriz o controlante. Esto incrementa el riesgo de que el poder de decisión se use para el mejor interés de la matriz y no necesariamente de la entidad individual. El caso prototípico lo constituyen las operaciones con entidades vinculadas a precios diferentes de mercado en detrimento de los rendimientos económicos de los accionistas minoritarios, como el ocurrido en Interbolsa.

Propuestas frente al principio máximo del sistema financiero

Las crisis financieras y las omisiones en la falta de regulación son producto del principio máximo del modelo estadounidense la soberanía accional. Finalmente lo que se observa es la repetición de escándalos financieros de ambos lados del atlántico. Si se examina, una lógica común, la utilización de los mercados bursátiles en el marco de una política de adquisiciones agresiva y sin racionalidad económica clara. Estos casos ponen en evidencia una situación paradójica entre la expansión de la voluntad de los dirigentes, la defensa del valor accionario y el papel de los mecanismos e instituciones de regulación.

En lugar de ponerle freno al poder de los dirigentes, según una representación clara del papel de los mecanismos de regulación, estos multiplican el valor accionario con sus omisiones en actuar frente a operaciones especulativas o por lo menos la o por lo menos la débil intervención.

La propuesta de replantear el sistema financiero con el principio de interés social de la compañía es la solución para la ineficacia de las instituciones de regulación y de la inseguridad del sistema. De manera que un replanteamiento de la institución, no puede realizarse en los supuestos de aumentar las medidas policivas de las autoridades, ni aumentar las penas, toda vez que si no se cambia el principio de la soberanía accional, que se concentra en la maximización de las utilidades para el accionista mayoritario, todo esfuerzo será en vano. Ello lo demuestra Means quién afirma que la pérdida de control es un elemento inherente al propio sistema, es una tara congénita de la soberanía accional. De manera que la crisis de

Interbolsa, refleja lo vano de proponer un sistema de vigilancia reflejado solamente en lo disciplinario. Al igual que se percibe la ingeniosidad de los actores, para esquivar los más agudos dispositivos de control. En conclusión, la propuesta de replantear el principio máximo del sistema financiero, siguiendo el ejemplo de los países del viejo continente, de impulsar y concientizar, como máximo objetivo el interés social de la empresa, se presenta como la mejor propuesta para curar la ineficacia, incumplimiento y omisiones de las instituciones financieras y a la vez prevenir cualquier crisis que amenace con la seguridad del sistema financiero.

Propuesta de reforma hacia un nuevo modelo de Corporate Governance: Elementos sustanciales en la positivización del GC

La constitución de dos instancias máximas, como en el modelo europeo, de junta directiva y concejo de control. Cambiar el principio que guía el sistema financiero y el modelo de *Colombian Corporate Governance* representa el cambio también en las instituciones jurídicas, que como lo veíamos en la sección 3 solamente persiguen el objetivo del sistema y de allí depende su grado de funcionalidad. La obligatoriedad y la constitución de dos instancias de máximo control, la junta directiva y el concejo de vigilancia, constituye un avance muy significativo en la procura de los intereses de la empresa y de los *stakeholders*.

También se ha planteado como lo veremos más adelante, una alternativa a este concejo de vigilancia como lo pueden ser la obligatoriedad del control externo sobre la compañía. Con la implementación de un concejo de vigilancia, el interés social de la empresa se verá materializado, porque al resaltar que una empresa es un constructo social, en donde

todos y cada uno de sus miembros son valiosos y necesarios para su desarrollo, sus intereses y necesidades serán tenidas en cuenta, Supervisadas y monitoreadas a través de este concejo para su efectivo cumplimiento.

Creación de instituciones sólidas que procuren la defensa de los intereses de los inversionistas. En este sentido como observamos anteriormente, a pesar de las iniciativas adelantadas para aumentar la participación de los inversionistas o accionistas minoritarios dentro de la compañía, este objetivo se ve fuertemente permeado por la carencia de instituciones sólidas de convergencia de estos actores que procuren la defensa de sus intereses junto con una participación activa dentro de la compañía, logrando de esta manera un importante desarrollo de esta institución. Esta se configura como una propuesta concreta de impulso, fortalecimiento y concientización del *Corporate Governance* en Colombia. De fondo, como lo plantea Sebastián Salazar, en el video adjunto a esta investigación, es imperante constituir una organización en donde converjan los intereses de los inversionistas y se garantice el cumplimiento de sus derechos.

En el caso Interbolsa, a pesar de que se llevaban a cabo juntas periódicas de inversionistas y también estos tenían el derecho a pedir información sobre los estados de sus cuentas e inversiones. No existió Asamblea capaz de descubrir el fraude que se estaba perpetrando. En este sentido, es necesaria una organización de defensa de los derechos del consumidor financiero, sin desconocer las iniciativas adelantadas, que sea eficaz y eficiente, que tenga acceso a los estados financieros, a los movimientos del portafolio de inversiones y que controle, dentro de un esquema de *Corporate Governance*, la actuación de la compañía.

Positivización del *Corporate Governance* en motivo de procurar su efectivo cumplimiento y vinculatoriedad. En resumen es necesaria y urgente una concientización del *Corporate Governance*, un replanteamiento de la razón de ser de esta institución y de los principios que deben gobernarla, junto con el plan de acción para el acogimiento por parte de toda la comunidad empresarial. Pero ello no puede ser logrado con la estrategia del gobierno, de postular esta institución tan importante, como una simple sugerencia.

Por ello es urgente una iniciativa legislativa, que busque llevar este mecanismo de regulación a una Ley con el fin de prevenir posibles crisis financieras como la de Interbolsa. De esta manera se generará mayor seriedad en el mercado de valores en cuanto al cumplimiento de los componentes del gobierno corporativo, componentes fundamentales para la prevención de desfalcos financieros y posibles crisis.

Ejercicio pedagógico para el entrenamiento de la comunidad empresarial en *Corporate Governance* en el nuevo principio máximo del sistema financiero. No basta con escribir en un tratado, una ley una nueva o conceptualización del mercado, orientada hacia el interés social de la compañía, sino que este proceso necesita un ejercicio pedagógico con el fin de que se entienda cuál es el objetivo del cambio en el principio rector además de que se determinen las consecuencias en el campo de la regulación.

El control externo representa un punto fundamental en el cambio hacia un nuevo modelo de *Corporate Governance*, porque representa la contraposición y la nueva cara de las omisiones de las autoridades. El control externo implica que tanto el estado

como organizaciones externas, Supervisen, gestionen y controlen las disposiciones de dicha institución dentro de las compañías. Con la implementación de estas medidas, el *Corporate Governance* tomaría la fuerza, que requiere para actuar como instancia de control de la gestión eficaz, toda vez que no se encomendaría esta tarea a un solo actor, la compañía, sino que existiría acompañamiento real, cierto y efectivo de otras instancias. Esta propuesta va acompañada con la mencionada *supra* de constituir un gremio especializado de auditorías, no sin antes realizar el respectivo estudio que evalúe su déficit y superávits.

Acción civil ejemplo chileno de hacer justiciables derechos financieros: Una de las reformas más importantes en positivización del *Corporate Governance*, consiste en hacer justiciables los elementos que lo componen. De esta manera con la acción civil derivada en Chile, se establece otra instancia de contención a la discrecionalidad de los accionistas mayoritarios. Además, se fortalece un aspecto, que es débil en la legislación financiera colombiana, y es la justiciabilidad de los derechos ante la justicia. La propuesta de crear una acción civil, que proteja los derechos de los inversionistas, es una propuesta ambiciosa, pero no imposible en la legislación colombiana, toda vez que implica también el desarrollo de la institución de la rama una inversión considerable en la creación de instituciones y en general el desarrollo de una cultura del consumidor financiero.

Finalmente, esta investigación se place de recoger el caso Interbolsa desde un enfoque jurídico de su mecanismo de regulación, de la explicación de las fuentes jurídicas del gobierno corporativo, de su omisión, ineficacia e incumplimiento, de la explicación de estas omisiones y del planteamiento de

un nuevo modelo de gobierno corporativo, fundado en nuevos principios, de la positivización obligatoria y de la reforma sustancial en elementos importantes. Sin embargo, es una primera pincelada de un trabajo mucho más serio, que necesitara necesariamente un estudio de análisis comparado del derecho, para la implementación de muchos mecanismos aquí propuestos, no sin ser conscientes del análisis hondo en estas instituciones con todas las críticas que desde teorías como la trasplatación de derecho, que se puedan hacer. De la misma manera necesitara la ayuda obligatoria y necesaria de estudios económicos de la realidad de nuestro sistema financiero, contables de la realidad de nuestras auditorías y en general un estudio interdisciplinario enfocado en responder si el componente practico de una reforma de esta envergadura conllevara el acogimiento de la comunidad empresarial y financiera del país.

Notas:

- 1 Alessandro Corridori Exempleado de Parmalat, comisionista de bolsa de Milán, poseedor de reputación en el mercado.
- 2 Art. 114 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, causales de toma de posesión: por suspensión en el pago de obligaciones.
- 3 (Autoreguladora del mercado de Valores, 2010). "Es importante mencionar que en mayor o menor medida todos los Estados modernos intervienen o regulan sus mercados de valores. Aun cuando, desde siglo atrás diversas limitaciones se han impuesto a las actividades de este mercado, limitaciones que nacen desde la crisis económica y financiera de 1930 en Estados Unidos
- 4 Sentencia de abril 13 de 1984, Radicación 9350. Definición de la función de la Superintendencia por Enrique Low Murtra, abogado y economista magistrado de la sección cuarta del concejo de

estado, pieza fundamental para la caída de Jaime Michelsen Uribe y su grupo financiero, por conductas poco éticas."

5 Utilizamos la expresión americana *Corporate Governance* y no su traducción al castellano Gobierno Corporativo, por ser este mecanismo de regulación transpuesto al derecho colombiano en su literalidad.

6 Imperio económico más grande del país en los 80, liquidado por maniobras fraudulentas y engaños.

7 Entendiendo que el crecimiento económico es posible solo si los ingresos nacionales aumentan y que los ingresos aumentan con el incremento de la actividad productiva, los mercados de capitales *impactan favorablemente en el crecimiento económico, resaltando que los sistemas financieros que mejor funcionan ayudan a eliminar las trabas al crecimiento de las firmas y de las industrias.*

8 Trabajando con la afirmación de que el capitalismo es cíclico y las crisis financieras pertenecen a uno de sus ciclos.

9 (Autoreguladora del mercado de Valores, Universidad de los Andes, 2010). *La autorregulación es una alternativa que genera un balance entre la excesiva intervención del Estado que puede ser muy nociva y la ausencia absoluta de regulación en sistemas o actividad.* En un principio surge de manera voluntaria, pero luego se convierte en intervenida o regulada; lo que significa que la autorregulación no implica un desconocimiento del Estado.

10 Se trata de un sistema de regulación con una configuración sistemática, que articula y coordina a las autoridades independientes del Estado y a la autorregulación. Articulando en tres niveles esos objetivos, en un primer nivel *el nivel superior* se sitúa la regulación sobre normas de conducta que tienen un origen estatal, en segundo nivel encontramos un código de conducta, como consecuencia de la autorregulación, que consiste en una serie de recomendaciones para el buen gobierno de las sociedades; y por último, como *expresión más primaria de la voluntad de los*

agentes del mercado, los Reglamentos Internos de Conducta, que si son desconocidos por lo actores del mercado traen como consecuencia una sanción administrativa

11 En esta liquidación están involucrados algunos de los jerarcas de Interbolsa como Juan Carlos Ortiz.

12 Ley 964 de 2005. Ante estas situaciones los accionistas pueden reunirse y hacer una especie de “bancada”, en donde votan en bloque, aumentando así su poder decisorio en el consejo

13 Corridori ya había adquirido Acerías Paz del Río sin hacer OPA, sin que nadie se enterara, o menor sin que nadie hiciera nada.

14 Las fichas históricas de los préstamos que realizó Interbolsa, se encuentran en las fichas históricas que reposan en www.interbolsasai.com

15 Art. 114 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Otras causales por las que la Superintendencia hubiese podido intervenir a Interbolsa: se rehúsa a someter sus libros y archivos a la inspección de la Superintendencia, cuando sus directivos se niegan a responder bajo juramento en relación con sus negocios; cuando persista en manejar los negocios en forma no autorizada o insegura; cuando existan graves inconsistencias en la información que suministra a la superintendencia; cuando no cumpla los requerimientos mínimos de capital de funcionamiento.

16 Comunicado del 2 de noviembre 2012, donde Rodrigo Jaramillo, asegura que los recursos están a salvo

17 Este es el mundo de las estrategias de inversión que utilizó Interbolsa para convertirse en la comisionista más grande del mercado. Tal como Corridori consiguió comprar acciones muy baratas \$29 para luego vender a más de \$130, en la restructuración de Acerías Paz del Río, la operación de Fabricato representaba el mismo grado de ganancia, pero al igual que todas las operaciones de especulación implica un riesgo altísimo, pero el riesgo moral implicaba también un coste de oportunidad alto, ya que podía dejar jugosas ganancias.

18 Ley 964 de 2005, fija criterios para la elección de miembros independientes.

19 Cap 4. *Un fraude maxi ultra super “Premium”, los tres administradores de los fondos de Interbolsa, conocían de las operaciones y fueron ellos mismos los que gestaron los créditos a Corridori a través de su sociedad Interavitas*

20 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010) El documento de gobierno corporativo de la Superintendencia, impulsa Comités al interior de la junta: que sean presididos por miembros de la junta y que analicen detalladamente los asuntos que son de interés para la entidad; Revisor fiscal Auditoria y Contralor normativo este último es una figura obligatoria para las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades que administran carteras colectivas. El contralor normativo debe documentar e informar que los procedimientos que se ejecuten cumplan con el marco normativo, estatutos, leyes, reglamentos y las buenas medidas de gobierno corporativo y transparencia comercial.

21 En este estudio se entenderá por accionistas, los accionistas mayoritarios, en dado caso se hará referencia accionistas minoritarios o inversionistas

22 (1991) En este sentido cabe destacar otras formas de control susceptibles a mezclarse con el gobierno corporativo entre las más importantes: Control por deuda; Control directo; Control interno; Control por el Estado; Control mayoritario; El control por el mercado bursátil.

23 Supra, Superintendencia Financiera y omisiones, cuando se veía que al enterarse la super de las operaciones con Fabricato ordenó a la SAI el desmonte de estas operaciones, pero su omisión en supervisión solo consiguió que la deuda fuese trasladada a fondo Premium Capital.

25 (La institución de la autorregulación del mercado de valores: oportunidades, prospectivas y retos, 2011)

25 Regulación que también se encuentra en Colombia, pero es débil la supervisión de su puesta en práctica.

Referencias Bibliográficas

- Aglietta, M y y Antoine Reberieux. (2009). *El capital financiero a la deriva. El debate sobre el gobierno de empresa*. Fernando Arveláez, traducción. Editorial: Universidad Externado de Colombia.
- Agudelo de Bedout, S. (2009). "Responsabilidad social empresarial, una mirada desde Colombia", *Revista de Negocios Internacionales*, 2(1).
- AMV, D. J. (2007). *Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006*. (E. L. Ariza Marín, Ed.) Bogotá D.C., Colombia: Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia -AMV-.
- Ariza, M. E. (2012). *Autorregulación y debido proceso*. Bogotá- Colombia: Grupo Editorial Ibañez.
- Austin, T. M. (2000). *Teoría de sistemas y sociedades*. Universidad "Arturo Prat" sede Victoria.
- Autoreguladora del Mercado de Valores, Universidad de Los Andes. (2010). La autoregulación en el mercado de valores. *Revista de Derecho Privado* N° 1352, 1-46.
- Azuero, S. R. (2002). *Contratos Bancarios*. Bogotá, Bogotá: LEGIS.
- Bhagat, S. & B. J. Bolton. (2007). "Corporate governance and firm performance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017342>.
- Bebchuk, L. A.; Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). "What matters in corporate governance?", *Review of Financial Studies*, 22(2). Harvard Law School, pp. 783-827.
- Baena, T. D.; Hoyos Hernán; Ramírez Osorio Jorge (2008). *Sistema financiero colombiano*. Bogotá D.C. Ecoe Ediciones.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). (2009). *Informe de comisionistas del mercado*. Bolsa de Valores de Colombia, Bogotá. Bogotá: BVC.
- Castro, V. R. y C. M. Cano. (2004). *Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza*, Contaduría Universidad de Antioquia, (44). Medellín.
- Cano, M. A.; Orduz, A. C. y Hoyos, R. A. (2007). *Gobierno corporativo Principales desarrollos en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia*. Medellín: Universidad de Medellín.
- Child, J. & S. Rodrigues. (2003). *Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency*, *Journal of Management and Governance*, 7(4).
- Clarke, T. & M. Dela Rama. (2009). "The fundamental dimensions and dilemmas of corporate governance", T. Clarke & M. Dela Rama (eds.): *Fundamentals of corporate governance*. 4-Volume Set.: SAGE Publications, 2008.
- Caroll. (1991). *The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders*. *Colombiano-Dinámica del Gasto y Principales Retos de Cara al Futuro*-. Fedesarrollo.
- Dahya, J.; Dimitrov, O. & McConnell, J. J. (2009). "Does board independence matter in companies with a controlling shareholder?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(1).
- Daines, R.; Gow, I. D. & Larcker, D. F. (2009). "Rating the ratings: how good are commercial governance ratings?", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, 360. Rock Center for Corporate Governance at Stanford niversity Working Paper No. 1. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1152093>.
- Donadio, A. (2013). *EL CARTEL DE INTERBOLSA, Crónica de una estafa financiera*. Bogotá: Sílabo.
- Erkens, D.; Hung, M. & Matos, P. P. (2009). "Corporate governance in the 2007-2008 Financial crisis: evidence from financial institutions worldwide". (ECGI. 249/2009, Ed.), 17 de December Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1397685>.
- F., A. (2005). *Teoría de Juegos*. (U. N. Argentina, Ed.) Argentina.
- Familiar, C. J. (2003). "Gobierno corporativo en México: evolución, avances y retos", *Segunda*

Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, 55.

Ganga Contreras, F. A. y J. R. Vera Garnica. (2008). "El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos", Cuadernos de Administración, 21(35).

García., F. N. (2012). *Responsabilidad Social Corporativa: Teoría y práctica*. ESIC EDITORIAL.

Gobierno Corporativo. (s.f.). Recuperado el 20 de Mayo de 2013, de www.Gobiernocorporativo.com.co

Gobierno Corporativo. (s/f). "Mapa de gobierno corporativo en el mundo", http://www.gobierno-corporativo.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=45. (29 de enero de 2009).

Hermalin, B. E. & M. S. Weisbach. (2007). Transparency and corporate governance. Ohio State University - Department of Finance; National Bureau of Economic Research NBER), Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=958628> (12 de junio de 2009).

Hopt, K. J. & P. C. Leyens. (2004). "Board models in Europe - Recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy", ECGI - Law Working Paper No. 18/2004 European Company and Financial Law Review, (18).

Hundskopf, O. "Derecho de sociedades y gobierno corporativo".

Indacochea, C. A. (s/f). "Una propuesta para mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo en el Perú". http://www.centrum2.pucp.edu.pe/docentes/t_parcial/aindacochea_libros/documentos_publicados/Gobierno_Corporativo.pdf (31 de agosto de 2009)

Latinoamericanas, F. D. (s.f.). La seguridad jurídica y su impacto sobre las inversiones. *Revista justicia y desarrollo*.

Lefort, F. (s.f.). *Aspectos generales de la autorregulación de Mercado de valores y su aplicación*. Obtenido de [slfp: www.salfp.cl/portal/informes/581/articles-387_pdf.pdf](http://www.salfp.cl/portal/informes/581/articles-387_pdf.pdf)

Mankiew, G. (2005). *Macroeconomía*. Octava edición. Traducido por María Esther Rabasco, Luis Toharia Cortés. Editor Antoni Bosh

Michaud, D. W. & K. A. Magaram. (2006). "Recent technical papers on corporate governance", Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=895520>. (12 de junio de 2009).

Morales., A. M. (2007). *Gobierno corporativo: principales desarrollos en las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia*. Medellín: Sello Editorial Universidad de Medellín.

Pardo, J. E. (2002). *Autorregulación Génesis y Efectos*. Editorial Aranzadi.

Maldonado, O. A. (2011). *La institución de la autorregulación del mercado de valores: oportunidades, prospectivas y retos*.

OECD, O.E. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OEDC*. OEDC.

Correa, M. C., Flynn, S., & Amit, A. (2005). *Responsabilidad social corporativa en América Latina: una visión empresarial*.

Ochoa, M. O. (2011). *La institución de la autorregulación del mercado de valores: oportunidades, prospectivas y retos*. *Con-texto*, 55-76.

Olivencia, M. (2008). *Buen Gobierno y Auditoría Interna en España*.

Corporacion Andina de Fomento. (2006). *Lineamientos para un Código de Gobierno Andino*.

Mackinsey & Company et al. (2002). Prácticas de Gobierno Corporativo en las Sociedades Colombianas.

Ozoloza, H. E. (2000). *Miseria y Progreso*. Obtenido de: <http://www.icpcolombia.org/archivos/biblioteca/49-1-Pasta,%20indice%20y%20prologo>

Pachón, F. V. (2007). "Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales", *Criterio jurídico*, 7, Santiago de Cali.

Rosillo, R. M. (2007). El papel de la autorregulación del mercado de valores en Colombia: Evolución, retos y oportunidades. *VI Sexto Congreso de Derecho Financiero* (pp. 22-26). Cartagena: Autorreguladora del Mercado de Valores - AMV.

Standar & Poor's. (2002). "Corporate governance scores and evaluation criteria Methodology and definitions". <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/products/CGSCriteria.pdf>. (24 de agosto de 2009).

Sobre el índice de buen gobierno corporativo. *Qué es el Gobierno Corporativo y cuál es su importancia en el mercado de valores?*

Sheehy, B. (2004). "*The importance of corporate models: economic and jurisprudential values and the future of corporate law*", DePaul Business & Commercial Law Journal.

Ustáriz González, L. H. (2004). "*Corporate governance Evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea*", Vniversitas, 107. Bogotá.