

Economic Analysis of Law Review

El Problema de Agencia entre Accionistas en las Sociedades por Acciones Simplificadas Colombianas¹

O problema de agência entre acionistas nas sociedades por ações colombianas

Felipe Andrés Cristancho Escobar²
Universidad de Antioquia

RESUMO

O presente artigo analisa o problema de agência entre acionistas minoritários e majoritários da sociedade por ações simplificadas colombiana (S.A.S). Para fazê-lo, o artigo propõe um modelo de teoria dos jogos para comparar os incentivos dos acionistas minoritários e majoritários nas S.A.S e à luz do Código de Comércio Colombiano. Finalmente, se apresenta uma solução para o problema de agência por meio da instituição do abuso do direito e de medidas de governo de governança corporativa.

Palavras-chave: Problema de agência. Accionistas Minoritários e majoritários. Teoria dos Jogos. Sociedade de ações simplificada colombiana.

JEL: B52, D83, O10, O43

ABSTRACT

The present article analyzes the agency problem between minority and majority shareholders of Colombian Simplified Stock Corporation (S.A.S.). For this, the paper proposes a model of game theory to compare the incentives of minority and majority shareholders in the S.A.S. and the Colombian Code of Commerce. Finally presents a solution of agency problem through the institution of abuse of right and measurements of corporate governance.

Keywords: Agency Problem, Minority and Majority Shareholders, Game Theory, Colombian Simplified Stock Corporation

R: 15/12/16 **A:** 29/12/16 **P:** 30/12/16

¹ El presente trabajo fue presentado en la XX Conferencia Anual de la Alacde, celebrada en Santiago de Chile en el año 2016. Asimismo, es producto del proyecto de investigación titulado “*Los derechos de los accionistas minoritarios en las sociedades por acciones simplificadas, desde el Neoinstitucionalismo Económico*”, apoyado por el Centro de Investigaciones Jurídicas de Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Antioquia.

² Profesor del Área de Derecho Económico de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Antioquia, abogado y Magíster en Derecho de la misma Universidad. Correo electrónico: felipe.cristancho@udea.edu.co.

1. Introducción

El surgimiento de las Sociedades por Acciones Simplificadas (en adelante S.A.S), creadas por la Ley 1258 de 2008 en Colombia debe enmarcarse dentro de un proceso global del derecho societario tendiente hacia la flexibilización y simplificación del mismo, que se ha convertido en un gran instrumento para los empresarios colombianos. En efecto, en varios lugares del globo terráqueo las legislaciones societarias han comenzado un proceso de desregulación. Dicho proceso se destaca por convertir normas de carácter imperativo en dispositivo, dejando un espacio mayor a la autonomía de la voluntad para regular las relaciones entre socios, así como de ellos y la administración del ente societario (Jara, 2007).

Por supuesto, el proceso de desregulación del derecho societario ha tenido especial importancia en países como Estados Unidos, Francia, y en Latinoamérica, en Chile y Brasil (ibídem). Ahora bien, de los países referidos los dos primeros se destacan, puesto que en Estados Unidos nació el proceso de desregulación del derecho societario³ y de Francia⁴ se tomó el modelo para la creación de la S.A.S. Lo anterior, sin desconocer que en la S.A.S. colombiana se pueden encontrar elementos de las sociedades de capitales y de personas, por lo cual, según Reyes Villamizar (2010), se pueden identificar como antecedentes próximos de las S.A.S a las sociedades tipo híbrido estadounidense como las Limited Liability Partnership (LLP), las Limited Liability Companies (LLC) y las “Closely Held Corporation”.

Ahora bien, el proceso de desregulación del derecho societario no ha estado libre de problemas, en especial para los accionistas minoritarios, puesto que al eliminar una serie de normas imperativas y crear otras figuras en pro de la libertad contractual, se deja un espacio libre para que los socios mayoritarios busquen obtener beneficios adicionales no contemplados en la ley ni los estatutos, producto del ejercicio de conductas oportunistas, pero amparadas en la legalidad. Lo anterior, sin desconocer que las S.A.S. han sido un gran instrumento para los empresarios colombianos, ya que su flexibilidad permite que se adapten a sus necesidades concretas.

³ Es válido afirmar que el proceso de desregulación del derecho societario a nivel global ha sido influido de manera importante por la legislación societaria existente en los Estados Unidos. Lo anterior, en razón a que en dicha nación se dieron los primeros pasos de este proceso: desde finales del siglo XIX, se ha generado una fuerte actividad legislativa, por parte de los diferentes Estados del gigante norteamericano, tendiente a flexibilizar las leyes societarias para de esta manera atraer a los empresarios a que constituyan sociedades en sus territorios, y así obtener ingresos derivados de los tributos pagados por estas. Dicho proceso se conoce en la literatura estadounidense como “*Race of Bottom*” (Hamilton, 2000).

⁴ El caso de desregulación del derecho societario en Francia reviste especial importancia para la creación de la S.A.S. en Colombia, puesto que de aquel país se tomó la denominación del nuevo tipo societario, así como algunas características importantes. En efecto, en Colombia se creó el tipo societario de las S.A.S. basado en la “*société par actions simplifiée*” (sociedad por acciones simplificada) francesa, tal como consta en la exposición de motivos del Proyecto de ley 039 de 2007 Senado y 241 de 2008 Cámara (Congreso de la República de Colombia, 2008).

En relación a las características determinantes de la S.A.S francesa, se debe indicar que la más importante es la libertad contractual en la configuración del ente societario, puesto que fue una innovación importante al rígido régimen societario francés (Reyes, 2010). Además de la característica mencionada, es relevante indicar el carácter *intuitu personae* de la sociedad, debido a que no tiene permitida la negociación de sus acciones en el mercado público de valores y no tiene algunas normas imperativas de protección a los accionistas de las sociedades anónimas. De igual manera, estatutariamente se puede acordar la restricción de la negociación de acciones (Mullerat, 1994).

En el caso colombiano, la expedición de la Ley 1258 de 2008 constituye el punto más alto hasta la fecha de ese proceso de desregulación del derecho societario, puesto que para las S.A.S. no se aplican una serie de normas imperativas del Código de Comercio, en adelante (C.Co.), y se crean otras figuras que si bien permiten una amplia configuración y funcionamiento de la sociedad, dejan una ventana abierta para que los accionistas mayoritarios realicen conductas oportunistas en pro de obtener beneficios adicionales en detrimento de los derechos de los socios minoritarios, amparados en la legalidad que les ofrece la Ley 1258 de 2008.

Por lo anterior, el presente trabajo busca comprender la relación que existe entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S, según los incentivos otorgados por la Ley 1258 de 2008. Para ello es necesario abandonar el enfoque jurídico tradicional y abordar el objeto de estudio desde una perspectiva teórica y metodológica más amplia, por lo cual se escogió como marco referencial el Análisis Económico del Derecho para lograr ese propósito. Así las cosas, dado que entre accionistas minoritarios y mayoritarios existen incentivos disímiles y el bienestar de los primeros depende de las decisiones de los segundos, se propuso comprender el fenómeno analizado como un problema de agencia, validado a través de un modelo de teoría de juegos.

Para abordar el problema de agencia que existe entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S. el trabajo se dividió en tres partes además de este acápite introductorio y el de conclusiones:

En la primera parte se establece cómo algunas normas de la Ley 1258 de 2008 propician conductas oportunistas por parte de los accionistas mayoritarios de las S.A.S. en detrimento de los derechos patrimoniales, políticos y de fiscalización de los socios minoritarios, en especial si se compara con las disposiciones del Libro II del Código de Comercio Colombiano;

En la segunda parte se plantea el problema de agencia existente entre accionistas minoritarios y mayoritarios, para ello se proponen dos modelos de teoría de juegos para dar un mayor sustento analítico, por ende en el primer modelo se analiza el resultado de la interacción entre accionistas minoritarios y mayoritarios en el marco de los incentivos otorgados para unos y otros por la Ley 1258; en el segundo modelo, se analiza la misma relación pero en ocasión a los incentivos otorgados por el Libro II del Código Comercio;

En el tercera parte se propone que para mitigar el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S. se pueden adoptar algunas disposiciones de gobierno corporativo y acuerdos entre accionistas, además del uso de la figura de abuso del derecho; para sustentar lo dicho se realiza un modelo de teoría de juegos;

Finalmente, se exponen las conclusiones.

2. Entre el paternalismo y la libertad contractual

La libertad contractual es el pilar fundamental de la Ley 1258 de 2008, puesto que se buscó adaptar el tipo societario de la S.A.S. a las necesidades empresariales tratando de favorecer la innovación y la competitividad de las empresas (Reyes, 2010). Ahora bien, el fin buscado por la Ley 1258 es loable, pero al eliminar una serie de restricciones consagradas en el Libro II del Código de Comercio para las S.A.S., y crear algunas nuevas figuras, surgen unas situaciones propicias para que los accionistas mayoritarios de este tipo societario desconozcan los derechos políticos, patrimoniales y de fiscalización de los socios minoritarios.⁵ A continuación, las innovaciones problemáticas de las S.A.S para los accionistas minoritarios en relación a sus derechos políticos, patrimoniales y de fiscalización.

2.1. En relación a los derechos políticos

La Ley 1258 de 2008 creó varias figuras que potencialmente pueden ser aprovechadas por los accionistas mayoritarios de las S.A.S. para desconocer derechos políticos de los socios minoritarios: i) posibilidad de establecer el voto múltiple; ii) posibilidad de realizar asambleas de accionistas por fuera del domicilio social; iii) fraccionamiento del voto para la elección de cuerpos colegiados.

2.1.1. Voto múltiple

El voto múltiple es una novedad en la S.A.S. puesto que rompe con el dogma según el cual cada acción da derecho a un solo voto (Maya, 2010). En efecto, el artículo 11 de la Ley 1258 de 2008 tiene consagrada dicha figura, la cual da la posibilidad de pactar en los estatutos que cualquier accionista pueda detentar los votos necesarios para controlar la mayor parte de las decisiones (o todas) sin ser titular de la mayoría de las acciones.⁶

La disposición mencionada de la Ley 1258 contrasta con las que prohíben el voto múltiple en las sociedades anónimas (artículo 381 del C.Co.), sociedades de responsabilidad limitada (artículo 359 C.Co.), sociedades en comandita simple y por acciones (artículo 336 C.Co.), y las sociedades colectivas (artículo 316 C.Co.). De hecho en la doctrina nacional, se ha establecido que cada acción da derecho a un voto (Velásquez, 2004).⁷

⁵ Por accionistas minoritarios debe entenderse todos aquellos socios que no tienen los votos necesarios dentro de la asamblea de la sociedad para tomar decisiones válidamente (Pinzón, 1982). Esto no quiere decir que los accionistas minoritarios sean los que tienen menor participación en el capital de la sociedad, puesto que gracias a la posibilidad de pactar en los estatutos la figura del voto múltiple, consagrada en el artículo 11 de la Ley 1258, puede ocurrir que un socio con una participación mínima en la sociedad tenga el control de la misma al tener la mayoría de votos para tomar válidamente las decisiones en el marco de la asamblea de accionistas.

⁶ Incluso el artículo 11° de la Ley 1258 de 2008 deja la posibilidad abierta para que un solo socio detente todos los votos de la asamblea de accionistas sin ser titular de la mayoría de las acciones y tomar todas las decisiones del ente societario, incluyendo aquellas que requieren unanimidad, mientras los demás socios tienen otro tipo de acciones sin derecho a voto como las mencionadas en el artículo 10° de la referida norma.

⁷ Para las sociedades del Libro II del C.Co., se busca que los votos de cada socio sean un reflejo de la porción del capital que tienen en la sociedad, con excepción de los socios gestores en las sociedades en comanditas (artículo 336), y los colectivos en las sociedades colectivas (artículo 316), casos en los cuales independiente de cualquier consideración tienen derecho a un solo voto por socio.

Con la posibilidad de establecer el voto múltiple en las S.A.S. un accionista o un grupo de accionistas podrían tomar las decisiones más importantes de una compañía sin ser los mayores aportantes de capital de esta. Dicha situación abre la puerta para generar una disparidad de intereses entre quienes controlan la sociedad y los aportantes del capital, puesto que en caso de pérdida o de ganancia los primeros no se verían afectados o beneficiados en la misma proporción que los últimos. Lo anterior implica que como la actuación de socios controlantes con voto múltiple no tienen una proporción directa en la pérdida o beneficio para ellos, se pueden ver incentivados a actuar de manera negligente o asumiendo riesgos mayores a los que asumirían si fuera dolientes directos del capital aportado.

2.1.2. Asambleas por fuera del domicilio social

El artículo 18 de la Ley 1258 de 2008 permite que para el tipo societario de las S.A.S. se realicen asambleas de accionistas por fuera del domicilio de la sociedad, sin necesidad de la presencia de todos los accionistas, a diferencia de las sociedades consagradas en el Libro II del C.Co para las cuales no está permitido (Arcila, 2009). En efecto, el artículo 186 del C.Co. prohíbe la realización de asambleas de accionistas o juntas de socios por fuera del domicilio social sin el quórum de todos los asociados, so pena, según el artículo 190 *ibídem*, de la ineficacia de las decisiones tomadas (Narváez, 2008).⁸

El hecho de realizar asambleas por fuera del domicilio social en las S.A.S. podría conllevar al desconocimiento de los derechos a votar y ser oídos de los accionistas minoritarios de la sociedad. Lo anterior porque a diferencia de los accionistas mayoritarios, los minoritarios no podrían bloquear la realización de la asamblea por falta de quórum conforme a las mayorías del artículo 22 de la Ley 1258, mientras los mayoritarios si lo podrían hacer no asistiendo a la reunión. De esta manera si los accionistas mayoritarios no están dispuestos a pagar los gastos para asistir a una asamblea por fuera del domicilio social simplemente no irán y bloquearán la realización de la reunión, en cambio, si los minoritarios no están dispuestos a pagar los costos para ir a la misma se deberán atener a lo decidido por los socios mayoritarios.

2.1.3. Posibilidad de fraccionar el voto para la elección de cuerpos colegiados

Según la Superintendencia de Sociedades, mediante el Oficio No. 220-034669 del 18 de julio de 2002, para las sociedades del Libro II del C.Co. no existe la posibilidad de que los accionistas fraccionen su voto, esto es que un mismo accionista vote en dos o más sentidos distintos para la elección de cuerpos colegiados, dividiendo los votos que le corresponden según las acciones que tenga en planchas distintas. Considera la Superintendencia de Sociedades en el oficio referido que los accionistas votan en un solo sentido y con todas sus acciones.

El sentido de no permitir el fraccionamiento del voto es que el sistema elección de cuerpos colegiados establecido por el artículo 197 del C.Co (cuociente electoral) permite que los distintos grupos de accionistas en una sociedad tengan más representación en dichos órganos, incluyendo las juntas directivas, que si se adoptará a través de otro método de elección

⁸ Además de la disposición contenida en artículo 186 del C.Co. para las sociedades anónimas el artículo 426 *ibídem*, dispone de igual manera que las reuniones de la asamblea de accionistas de la sociedad se debe realizar en el domicilio social.

como el de mayoría simple (Robayo y Córdoba, 2011). En esencia el sistema de cuociente electoral y la imposibilidad de fraccionar el voto generan un castigo para quienes tienen concentrado el capital en bloques, puesto que no pueden votar por más de una plancha, reduciendo la diferencia, en relación con el grupo de accionistas minoritarios, en el grado de representación en los órganos colegiados de la sociedad (Reyes, 2010).

El artículo 23 de la Ley 1258 de 2008 eliminó la restricción del fraccionamiento del voto en la elección de cuerpos colegiados para el tipo societario de las S.A.S., lo cual, según Robayo y Córdoba (2011), permitirá que los bloques de capital concentrados siempre puedan obtener el máximo de curules en dichos órganos, independientemente de cómo estén distribuidos los bloques de capital.

Lo anterior es negativo para los accionistas minoritarios, puesto que ellos pueden quedar sometidos a un sistema en el cual no tendrían garantizados tantas curules en los cuerpos colegiados en comparación con sus pares del C.Co., especialmente, en los de administración lo cual puede redundar en un sometimiento de aquéllos ante los accionistas mayoritarios que concentren bloques de capital, al tener asegurada una mayor representación en la administración de la sociedad y en otros órganos.

2.2. En relación a los derechos de fiscalización⁹

El artículo 20 de la 1258 de 2008 reduce las posibilidades de que los accionistas puedan ejercer sus derechos de inspección de dos maneras: primera, reduciendo los términos para la convocatoria a la asamblea de accionistas; segunda, reduciendo el término para ejercer el derecho de inspección para las reuniones en las cuales se vaya a decidir sobre procesos de fusión, transformación o escisión.

En cuanto a la primera manera, según la norma referida el término de convocatoria para las asambleas de accionistas se puede pactar estatutariamente, y en caso de no hacerlo será solo de 5 días, incluso para las reuniones en las cuales se vayan a aprobar balances de fin de ejercicio o someter a consideración procesos de fusión escisión o transformación. Lo anterior, implica que se reduzca la posibilidad de ejercer el derecho de inspección a los días siguientes a la convocatoria, dando una desventaja para los accionistas minoritarios de las S.A.S. en comparación a sus pares del Libro II del C.Co., puesto que para las sociedades colectivas (artículo 314), de responsabilidad limitada (artículo 369), comanditas simple y por acciones (artículo 328) el derecho de inspección es permanente, mientras en la anónima se puede ejercer dentro de los 15 días hábiles anteriores a la reunión en la cual se vayan a aprobar balances de fin de ejercicio (artículo 447).

En relación a la segunda manera, el artículo 20 de la Ley 1258 de 2008 estableció un término inferior para el ejercicio del derecho de inspección de los accionistas de las S.A.S, en

⁹ Los derechos de fiscalización hacen referencia a la posibilidad de los socios de revisar los libros y papeles de la sociedad (Reyes, 2002).

comparación a sus pares de las sociedades reguladas por el Libro II del C.Co., cuando en la asamblea o junta de socios se vaya a decidir sobre procesos de fusión, transformación o escisión (Maya, 2010): en efecto, el artículo 13 de la Ley 222 de 1995 estableció que para las sociedades reguladas en el C.Co., cuando se vaya a tomar decisiones sobre las cuestiones en comento, los socios podrán ejercer su derecho de inspección del proyecto que servirá de base para la toma de la decisión durante los 15 días hábiles anteriores a la realización de la reunión (Gaviria, 1996). En cambio, el artículo 20 de la Ley 1258 determinó que el ejercicio de inspección para los accionistas de las S.A.S solo se puede ejercer durante los 5 días anteriores a la reunión en la cual se decida sobre los asuntos en cuestión.

Por supuesto, los más afectados con la reducción de los términos para el ejercicio del derecho de inspección son aquellos socios que no tengan representados sus intereses en el órgano de administración del ente societario, los cuales son los accionistas minoritarios, más teniendo en cuenta las disposiciones mencionadas en apartes anteriores sobre la forma de elección de juntas directivas y cuerpos colegiados en las S.A.S.

2.3. En relación a los derechos patrimoniales¹⁰

La Ley 1258 de 2008 creó varias figuras que potencialmente pueden ser aprovechadas por los accionistas mayoritarios de las S.A.S. para desconocer sus derechos patrimoniales: i) la imposibilidad de acceder al mercado público de valores; ii) la posibilidad de pactar una restricción en la negociación de acciones; iii) la posibilidad de excluir accionistas; iv) la figura de la fusión abreviada; v) la eliminación de las prohibiciones de los artículos 155 y 454 del C.Co. sobre el reparto de utilidades.

2.3.1. La imposibilidad de acceder al mercado público de valores

El artículo 4 de la Ley 1258 de 2008 estableció que no es posible negociar las acciones de las S.A.S. en el mercado público de valores (Arcila, 2009). Si bien en el derecho societario colombiano, incluso antes de la entrada en vigencia de la norma referenciada, solo las sociedades anónimas pueden participar en el mercado público de valores por disposición del artículo 38 de la Ley 964 de 2005, la existencia de las figuras ya mencionadas de las S.A.S., así como la figura de la autorización de la asamblea para enajenar las acciones, consagrada en el artículo 14 de la Ley 1258 de 2008¹¹, genera el espacio propicio para que los accionistas mayoritarios de este tipo societario realicen conductas “freeze out”¹², es decir que los accionistas minoritarios sean excluidos de la sociedad, a través de una venta de sus acciones a un precio inferior al valor intrínseco, producto de las conductas oportunistas de los mayoritarios.

¹⁰ Los derechos patrimoniales hacen referencia a la posibilidad de obtener utilidades, a recibir una parte proporcional a su aporte de los activos sociales en el momento de liquidación de la sociedad, a tener derecho de preferencia en el momento de emitir nuevas acciones, y enajenar libremente las acciones (Pinzón, 1982).

¹¹ La figura mencionada se trata en el apartado siguiente.

¹² “Freeze out” es un término utilizado en el derecho societario estadounidense que puede tener dos significados (Moll, 2002): 1) el uso del poder de los accionistas mayoritarios para excluir a los accionistas minoritarios de las

EALR, V. 7, n° 2, p. 443-473, Jul-Dez, 2016

Lo anterior en razón a que en una sociedad en la cual existan mayorías en condiciones tan favorables como las permitidas en las S.A.S y la imposibilidad de negociar las acciones en la bolsa genera que el mercado natural de ellas sea los accionistas mayoritarios y estos al ser el único oferente podrán comprar los títulos a un costo por debajo de su valor de mercado.

2.3.2. Posibilidad de pactar la restricción en la negociación de acciones o la autorización a la asamblea a de accionistas para su enajenación

A diferencia de los tipos societarios del Libro II del C.Co, para las S.A.S., según el artículo 13 de la Ley 1258 de 2008, es posible pactar estatutariamente la prohibición de negociar las acciones emitidas por la sociedad hasta por 10 años, término prorrogable hasta por períodos del mismo tiempo.¹³ Para realizar este tipo de pactos estatutarios se necesita que la decisión se tome por unanimidad de los socios.

De igual manera, el artículo 14 de la Ley 1258 de 2008 establece la posibilidad de someter toda negociación de las acciones de la sociedad a autorización previa de la asamblea. Según el artículo 41 de la Ley, es necesario el voto unánime de todos los socios para pactar la cláusula estatutaria en comentario.

La posibilidad de someter toda negociación de las acciones de la sociedad a la autorización previa de la asamblea no es nueva en el derecho societario colombiano, ya que exceptuado a la sociedad anónima, los otros tipos societarios tienen disposiciones que van por esta vía, debido a fuertes elementos personalistas en ellos (Pinzón, 1982)¹⁴. De todas maneras, el hecho de que la figura en cuestión no sea nueva en el ordenamiento jurídico colombiano, no la exime de generar problemas para los accionistas minoritarios.

sociedad a través de conductas oportunistas que permitan una venta forzada de su participación a menor precio que el valor de mercado; 2) el uso del poder de los accionistas minoritarios para reducir la participación de los accionistas minoritarios en las decisiones de la sociedad y también en los beneficios producidos por esta. En el presente trabajo “*freeze out*” se utiliza en el primer sentido.

¹³ Para las sociedades anónimas, según el ordinal tercero del artículo 379 del C.Co., las acciones son libremente negociables, con la restricción del derecho de preferencia. De igual manera, el artículo 362 ibídem, establece para las sociedades de responsabilidad limitada que toda cláusula tendiente a limitar el derecho de ceder las cuotas de capital de los socios se tendrá por no escrita. En el caso de las sociedades colectivas, si bien el artículo 301 ibídem establece que para ceder el interés social es necesario realizar una reforma estatutaria, no se establece la posibilidad de pactar cláusula en la cual se determine restringir la negociabilidad del interés social por un período de tiempo. En relación a las sociedades en comandita simple y por acciones se aplican por remisión las normas de la sociedades anónima, de responsabilidad limitada o colectiva según sea el caso, lo cual genera la imposibilidad de pactar cláusulas tendientes a la restricción de la negociación de las acciones de los socios comanditarios o de las partes de interés de los gestores.

¹⁴ En las sociedades de responsabilidad limitada, en caso de que un socio desee ceder su parte de capital necesita el voto favorable de un número plural de asociados que represente cuando menos el 70% de las cuotas en las que se halle dividido el capital, según lo establecido por los artículos 362 y 360 del C.Co; en el caso de las sociedades en comandita por acciones, los socios comanditarios pueden ceder sus acciones con el voto favorable del 70% de las acciones en que se halle dividido el capital, según los artículos 330 y 360 del C.Co., mientras los gestores requieren la aprobación unánime de todos los socios según los artículos 329 y 302 del C.Co; cuando se trate de sociedades en comandita simple, la cesión de las cuotas de capital de los socios comanditarios necesita el voto favorable de todos los demás asociados de esta clase, mientras los gestores requieren la aprobación unánime de todos los socios, en virtud del artículo 338 del C.Co; por último, los socios de las sociedades colectivas necesitan la aprobación unánime de todos los socios para ceder su parte de interés, según los artículos 301 y 302 del C.Co.

La figura de la restricción a la negociación de acciones, así como la de autorización previa de la asamblea pueden ser perjudicial para los intereses de los accionistas minoritarios, puesto que ambas cláusulas abren la puerta a los abusos de los accionistas mayoritarios sin poder abandonar la sociedad enajenando sus acciones. Incluso, puede ocurrir que, para escapar de las cláusulas en comento, los socios minoritarios se vean forzados a vender sus acciones a los socios mayoritarios a un valor inferior al intrínseco de las acciones, dándose una conducta freeze out.

En contra de lo dicho se puede argumentar que para pactar la cláusula de restricción a la negociación de acciones emitidas por la sociedad o la de la autorización previa de la asamblea para su enajenación es necesario el consentimiento de todos los socios, incluyendo los minoritarios, toda vez que la decisión debe ser adoptada por unanimidad. Sin embargo, se puede contra argumentar que no es posible prever cuál será la conducta de los accionistas mayoritarios a futuro: ¿qué garantiza la estabilidad de las relaciones económicas, sociales y jurídicas entre socios en el tiempo, más con un mundo social tan complejo y dinámico? Por lo anterior, puede ser que un accionista minoritario acceda en un momento dado a pactar las cláusulas en comento en razón a los lazos sociales, económicos y jurídicos que tenga con los demás socios, sin embargo dichos vínculos pueden cambiar en el desarrollo de la actividad social, dejando al accionista minoritario a merced de los socios mayoritarios.

2.3.3. Posibilidad de exclusión de accionistas

La figura de la exclusión de accionistas de las sociedades mercantiles no es una novedad en el derecho societario colombiano, puesto que el legislador estableció una serie de causales taxativas para aplicar dicha figura antes de la entrada en vigencia de la Ley 1258 de 2008. Asimismo, según la Superintendencia de Sociedad mediante el Oficio 220-075936 del 13 de noviembre de 2003, para las sociedades del Libro II del C.Co. no es posible pactar estatutariamente causales de exclusión de accionistas distintas a las consagradas en la Ley¹⁵.

¹⁵ Según la Superintendencia de Sociedades, en el oficio referido:

“...La exclusión de un asociado es una sanción consagrada por el legislador específicamente en los siguientes casos: **a)** En el inciso segundo del artículo 297 del Código de Comercio, para el caso de infracción de los ordinales 3º y 4º del artículo 296 ibídem, en materia de sociedades colectivas y aplicable por expresa remisión de los artículos 341 y 352 ibídem, a los socios gestores de las sociedades en comandita simple y en comandita por acciones; **b)** Respecto de los socios indicados en el literal anterior, cuando al tenor de lo previsto en el artículo 298 del Código de Comercio: “Sin perjuicio de las sanciones establecidas en la ley penal, el socio que retire cualquier clase de bienes de la sociedad o que utilice la firma social en negocios ajenos a ella, podrá ser excluido de la compañía, perdiendo a favor de ésta su aporte y debiendo indemnizarla si fuere el caso”, **c)** Luego de agotado el procedimiento para ceder las cuotas sociales y ante la imposibilidad de cederlas, los demás asociados pueden optar por liquidar la sociedad o **excluir al socio interesado en cederlas** (Artículo 365 del Código varias veces citado); y **d)** Cuando los asociados no hacen el aporte en la forma y época convenidos, **la sociedad** podrá optar entre otros arbitrios, **por el de excluirlo** (artículo 125, ordinal 1º ibídem)...”.

La novedad de la Ley 1258 de 2008 sobre el particular consiste: por un lado, en que el artículo 39 de la norma permite que para las S.A.S. se pacte estatutariamente causales de exclusión de socios diferentes a las establecidas en la ley (Reyes, 2010); por el otro, la norma referida consagró dos supuestos adicionales de exclusión de socios además de los existentes en el C.Co.

En cuanto a la posibilidad de pactar en los estatutos causales de exclusión de socios en las S.A.S., el artículo 41 de la Ley 1258 exige el voto unánime de los socios para adoptar dicha cláusula. Sin embargo, el artículo 39 de la Ley exige que para tomar la decisión de excluir un accionista se requerirá solo el voto favorable de la mitad más uno de las acciones presentes en la reunión, salvo que exista pacto estatutario diferente¹⁶.

En relación a las nuevas causales legales de exclusión de las S.A.S, son dos las creadas por la Ley 1258:

- 1) El artículo 16 de la Ley estableció que en caso de cambio de control de una sociedad accionista de una S.A.S., en los términos del artículo 260 del C.Co., la asamblea podrá, con el voto favorable de la mitad más una de las acciones presentes en la respectiva reunión, excluyendo el voto del accionista objeto de la medida, excluirla (Maya, 2010).¹⁷
- 2) El párrafo del artículo 30 de la Ley 1258 permite que en casos en los cuales una S.A.S. participe en procesos de fusión o escisión los accionistas puedan recibir, como única contraprestación, dinero en efectivo, acciones, cuotas sociales o títulos de participación de cualquier sociedad o cualquier otro activo, es decir los accionistas de las S.A.S. no necesariamente tienen que recibir una parte proporcional de acciones o cuotas de capital en las nuevas sociedades absorbidas o escindidas (Reyes, 2010). Lo anterior, implica la posibilidad de excluir accionistas de las S.A.S. cuando se realicen procesos de fusión y escisión.

Asimismo, se debe indicar que la opción que tienen los socios ausentes o disidentes en los procesos de fusión y escisión es ejercer su derecho de retiro en los términos de los artículos 14 a 16 de la Ley 222 de 1995. Todo lo anterior, genera que en la práctica si se quiere excluir accionistas a través de procesos de fusión o escisión se haga sin que aquéllos tengan alternativa diferente de salir de la sociedad, ya sea por el ejercicio de su derecho de retiro, o porque aceptaron como única contraprestación cualquier otro activo diferente a los títulos de participación en las sociedades nuevas o que participen en dichos procesos.

¹⁶ Según el artículo 39 de la Ley 1258 de 2008 los accionistas excluidos tienen derecho al reembolso conforme al procedimiento señalado en los artículos 14 a 16 de la Ley 222 de 1995.

¹⁷ Asimismo, la norma referida permite imponer una sanción, a la sociedad accionista excluida, equivalente al 20% del valor del reembolso en el caso de incumplimiento al deber de información del cambio de control de aquélla, siempre que en los estatutos se hubiese pactado tal obligación. Para imponer dicha sanción es necesario el voto favorable de la mitad más una de las acciones presentes a la respectiva reunión, excluyendo el voto del accionista que fuere objeto de la sanción.

Además de lo dicho, se debe mencionar que el artículo 33 de la Ley 1258 de 2008 incorporó una nueva figura en el derecho societario colombiano conocida como “fusión abreviada”. En efecto, la norma permite que aquellas sociedades que detentan más del 90% de las acciones de una S.A.S. puedan absorber esta con la sola determinación de sus juntas directivas o de los representantes legales de las sociedades que participen en el proceso de fusión. Lo anterior implica que en el supuesto de la norma se pueda excluir a los accionistas minoritarios de una S.A.S. absorbida por otra sociedad, puesto que se puede pactar que estos reciban como única contraprestación cualquier activo diferente a los títulos de participación de la sociedad absorbente. Por esta vía la otra opción que tendrían los accionistas de la S.A.S. sería ejercer su derecho de retiro, pero igual la consecuencia es la exclusión de estos en la sociedad absorbente.

La fusión abreviada se constituye en un mecanismo fácil para privar a los accionistas minoritarios de la S.A.S. de su propiedad en la sociedad, incluso sin que medie decisión de la asamblea de accionistas.

En conclusión la posibilidad de exclusión de socios en las S.A.S. se constituye en un poderoso instrumento para los accionistas mayoritarios quedarse con toda la participación de la sociedad en caso de así desearlo, sin tener que acudir a negociaciones que pueden resultar infructuosas. Lo anterior en contraposición de los intereses de los accionistas minoritarios.

2.3.4. La eliminación de las prohibiciones de los artículos 155 y 454 del C.Co. sobre el reparto de utilidades

El artículo 155 del C.Co. establece que se debe repartir mínimo el 50% de las utilidades correspondiente a cada ejercicio y si se quiere pactar un porcentaje de distribución inferior es necesario el voto favorable del 78% de las acciones representadas en la respectiva reunión (Narváez, 2008). Asimismo, el artículo 454 del C.Co. establece que el porcentaje mínimo de reparto de utilidades se debe elevar al 60% cuando las sumas de la reserva legal, estatutaria y ocasionales excedieren del ciento por ciento del capital suscrito.

Las normas referidas tienen el claro objetivo de asegurar que los socios de las sociedades del Libro II del C.Co. disfruten de un reparto mínimo de utilidades, sin que se desvíen estas a reservas injustificadas o a otros rubros. De igual manera, el C.Co. establece una mayoría exigente (78% de las acciones presentes en la reunión) para tomar la decisión de distribuir por debajo de los porcentajes indicados en la Ley.

En el caso de las S.A.S., el artículo 38 de la Ley 1258 de 2008 eliminó las restricciones impuestas por los artículos 155 y 454 del C.Co. sobre el reparto de utilidades, dejando dicho campo a lo establecido por los socios en los estatutos. Lo anterior genera que los accionistas minoritarios de las S.A.S. no tengan asegurado un reparto mínimo de utilidades, puesto que las normas imperativas del C.Co. que regulan la materia no les son aplicables, por tanto quedan

sometidos a las decisiones de la asamblea de accionistas y a sus mayorías, tales como la creación de reservas injustificadas.

3. UNA MIRADA DESDE OTRO CRISTAL: LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS DE LA SOCIEDAD POR ACCIONES SIMPLIFICADA COMO PROBLEMA DE AGENCIA

3.1. El problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de la S.A.S.

Según Pindyk y Rubinfeld (1998), existe una relación de agencia siempre que el bienestar de una persona depende de lo que haga otra. Igualmente, en la relación de agencia siempre hay dos partes: una es el agente, que es la persona que actúa, y la otra es el principal, quien es el afectado con la actuación del primero.

Conforme a lo mencionado, según Márquez (2005) el “*quid*” del problema de agencia está en el hecho de que los intereses del principal y los del agente son disímiles, suponiendo que los individuos son individualistas y oportunistas, por tanto buscarán obtener el máximo beneficio. Entonces el agente se verá en la disyuntiva de decidir cuál conducta seguir: aquella que le reporta bienestar personal, o la que le reporta bienestar al principal. Seguramente, el agente elegirá la conducta que más bienestar le reporte, incluso en detrimento de los intereses del principal, (Mercurio y Medena, 2006). Además, uno de los elementos del problema de agencia es la asimetría de información, puesto que el agente al tener contacto directo con la labor encomendada tiene mayor información que el principal, y esta es una de las razones que permite al primero actuar en detrimento de los intereses del segundo.¹⁸

En el caso de las S.A.S., el principal serían los accionistas minoritarios y el agente serían los mayoritarios. Asimismo, la relación entre el agente y el principal en este caso, está dada por las decisiones que tomen los accionistas en el marco de la asamblea. Es decir, los accionistas minoritarios al no poseer la mayoría necesaria para tomar determinaciones en el órgano de decisión del ente societario, “delegan” la dirección de la sociedad en los accionistas mayoritarios, por tanto el bienestar de los primeros dependerá de las decisiones que tomen estos últimos.¹⁹ Asimismo, los accionistas mayoritarios están mejor informados que los minoritarios, puesto que pueden poseer el control de la administración de la sociedad y así acceder a la información financiera, comercial y administrativa de la misma.

¹⁸ De manera similar Hansmann y Kraakman (2004), propone el problema de agencia entre accionistas minoritarios y controlantes en el derecho societario estadounidense. Para ellos el problema toma relevancia, especialmente, en el caso de las sociedades cerradas, esto es que no ofrecen sus acciones o títulos de participación en el mercado público de valores.

¹⁹ Por supuesto, el problema de agencia puede plantearse a la inversa, esto es que los accionistas minoritarios sean el agente y los socios mayoritarios el principal, puesto que es posible que ocurra el fenómeno de abuso de la minoría, es decir se paralice el órgano de decisión societario por un derecho de veto establecido previamente, o por la ausencia de mayorías necesarias para adoptar ciertas decisiones, en detrimento de la sociedad y los socios mayoritarios; sin embargo, el objeto del presente trabajo se centra en la primera situación, en la cual el agente son los accionistas mayoritarios y el principal son los socios minoritarios.

Lo dicho hasta el momento, puede ser aplicado a cualquier tipo de sociedad mercantil, entonces ¿por qué el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S. es más grave que en otros tipos de sociedad? La respuesta a este interrogante está dada por lo siguiente:

- 1) El hecho de que los accionistas mayoritarios de este tipo societario tienen mayores libertades para realizar conductas oportunistas que sus pares de las sociedades reguladas por el Libro II del C.Co. como se evidenció en el acápite primero, puesto que aquéllos pueden disponer fácilmente de los derechos políticos, de fiscalización y patrimoniales de los accionistas minoritarios amparados dentro de la legalidad de las instituciones de la Ley 1258 de 2008. Entonces así los accionistas minoritarios las S.A.S. demanden a los minoritarios, las conductas de los últimos están amparadas de legalidad.
- 2) La figura del voto múltiple comentada en el apartado 1.1.1. del acápite primero, genera que la disparidad de intereses entre accionista minoritarios y mayoritarios aumente, puesto que es posible que no exista correlación para los accionistas de la S.A.S. entre el capital aportado y los votos que tengan en la asamblea de la sociedad. Lo anterior implica que como la actuación de socios controlantes con voto múltiple no tienen una proporción directa en la pérdida o beneficio para ellos, se pueden ver incentivados a actuar de manera negligente o asumiendo riesgos mayores a los que asumirían si fueran do-lientes directos del capital aportado.
- 3) Según lo expuesto en el acápite 1.1.3, ciertas figuras de la Ley 1258 de 2008 facilitan que en el tipo societario de las S.A.S., los accionistas mayoritarios tomen el control de la administración de la sociedad, lo cual genera un incentivo para que estos busquen obtener mayores beneficios producto de su posición, desconociendo el interés de la sociedad por el propio (Sepe, 2010).²⁰
- 4) Uno de los elementos del problema de agencia es que el agente está mejor informado que el principal, y esta situación se agrava en el caso de las S.A.S. en comparación a las sociedades reguladas en el Libro II del C.Co., puesto que en el primer tipo societario existen una serie de figuras tendientes a limitar el derecho de inspección de los socios, lo cual puede perjudicar a los accionistas que no tengan el control de la administración, puesto que lo anterior provoca que los socios minoritarios tengan una información reducida respecto a los negocios y al estado de las finanzas de la sociedad.
- 5) El hecho de que las S.A.S. no pueden participar en el mercado público de valores, además de la posibilidad de pactar la restricción en la negociabilidad de las acciones, o la necesidad de obtener la autorización de la asamblea de accionistas para su enajenación, genera que en este tipo de sociedades el único mercado que tendrían los socios minoritarios sería la venta de las acciones a los mayoritarios.

²⁰ Según Jensen (1976), los socios mayoritarios al tener que compartir los beneficios de la sociedad con otros accionistas pierden interés en la misma y para compensar tal situación tienden a asumir conductas oportunistas buscando provecho adicional en detrimento de los derechos de los accionistas minoritarios.

Las características del problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios de las S.A.S. deja a los últimos en un estado vulnerable respecto a las conductas oportunistas de los primeros. Lo mencionado puede generar al final de cuentas una expropiación, estilo “*freeze out*”, por los accionistas mayoritarios respecto a los minoritarios, al verse obligados a vender sus acciones por un valor inferior al comercial a los primeros.

Lo anterior puede ser demostrado de manera analítica a través de un modelo de teoría de juegos en el cual se incluyan los supuestos y las características mencionadas.

3.2. Modelo de teoría de juegos: conducta estratégica de accionistas mayoritarios y minoritarios de las S.A.S.

El modelo de teoría de juegos permite analizar cuál será la conducta estratégica de accionistas minoritarios y mayoritarios según los incentivos otorgados para unos y para otros en la Ley 1258 de 2008.

Algunos trabajos que pueden ofrecer algunas herramientas teóricas para la construcción de modelos de teoría de juegos aplicados a problemas jurídicos y de negocios son: Stähler (1998), Nash (1996), Chatterjee y Samuelson (2001), Olcina (2002), Baird y Gertner (1998).

Supuestos del modelo²¹

Según lo expuesto en líneas precedentes los supuestos del modelo deben ser los siguientes:

- 1) Existen dos jugadores: accionistas minoritarios y mayoritarios, los cuales son maximizadores dentro de los límites institucionales impuestos por la Ley 1258 de 2008; los accionistas mayoritarios son el jugador número 1 (J1) y los socios minoritarios son el jugador número 2 (J2).
- 2) Los jugadores en búsqueda de la maximización de su bienestar actuarán de manera oportunista si es necesario para conseguir sus fines.
- 3) Los accionistas mayoritarios (J1) pueden disponer con relativa facilidad de los derechos políticos, económicos y de fiscalización de los accionistas minoritarios (J2) amparados en la legalidad de la Ley 1258 de 2008.
- 4) Cada jugador tienen información perfecta respecto al historial de las posibles conductas asumidas por el otro participante del juego.
- 5) Conforme a los supuestos anteriores las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes:

²¹ El modelo de teoría de juegos presentado a continuación es de carácter no cooperativo, puesto que cada jugador solo busca su bienestar personal a través de sus estrategias; además, es dinámico, porque los jugadores no actúan al mismo tiempo, sino que su conducta es una consecuencia de la estrategia que adopte el otro; asimismo, el juego tiene información perfecta, debido a que se supone que cada jugador conoce la historia completa de las acciones del otro; finalmente, el juego es de suma cero, puesto que la ganancia de un jugador es la pérdida del otro.

- Accionistas mayoritarios (J1); apropiarse de beneficios adicionales, o no apropiarse de estos. En el primer caso la ganancia que obtengan los socios mayoritarios será mayor que en el segundo evento.
- Accionistas minoritarios (J2); una vez los socios mayoritarios han decidido apropiarse, los accionistas minoritarios pueden permanecer en la sociedad, o no permanecer en ella. En el primer caso obtendrán una ganancia inferior que el segundo evento.

6) La utilidad a repartir entre los jugadores es de 1 y se repartirá así: la ganancia de J1 es de $1-X$; mientras la de J2 es X .

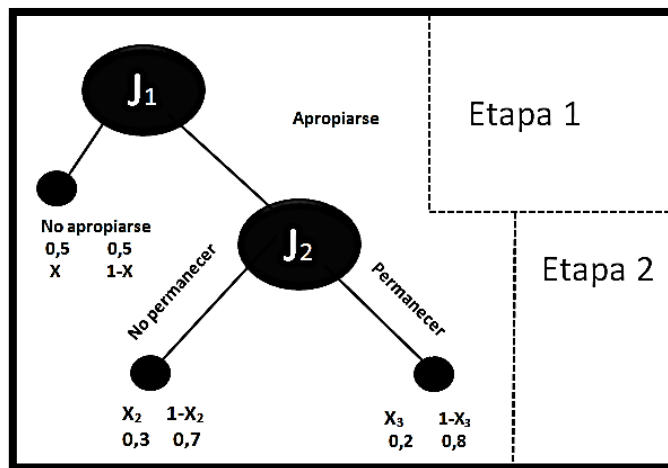
Conforme a los supuestos anteriores, los pagos por las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes²²:

- (J1): no apropiarse de beneficios adicionales, en tal caso como la situación permanece igual la ganancia que obtienen es de 0.5, esto es $1-X = 0.5$; la otra conducta posible es apropriarse de beneficios adicionales, en tal caso la ganancia puede ser de 0.7 ó 0.8, dependiendo de la conducta de (J2); si decide permanecer en la sociedad, la ganancia de (J1) será de 0.8, esto es $1-X = 0.8$; si (J2) resuelve no permanecer, la ganancia para (J1) será de 0.7, esto es $1-X = 0.7$
- (J2): una vez (J1) ha decidido apropiarse, (J2) puede permanecer en la sociedad, en tal caso la ganancia es de 0.2, esto es $X = 0.2$; la otra conducta posible que puede asumir (J2) es no permanecer, en tal caso la ganancia que obtendrá es de 0.3, esto es $X = 0.3$.

En el siguiente árbol de decisión se ilustra la conducta de accionistas minoritarios y mayoritarios según los supuestos y pagos mencionados:

Cuadro 1

²² Los pagos correspondientes a las posibles conductas de los jugadores corresponden al resultado de la aplicación de los supuestos del modelo, sin embargo por facilidad operativa los valores asignados se obtuvieron de manera arbitraria: solo se estableció que la ganancia de los socios mayoritarios (J1) es mayor cuando deciden apropiarse de beneficios adicionales que en el evento en el cual opten por no apropiarse; asimismo, que cuando los socios mayoritarios (J1) deciden apropiarse, los socios minoritarios (J2) obtienen una ganancia mayor cuando optan por no permanecer en la sociedad que cuando resuelven permanecer en ella.



Con los supuestos descritos, se ha construido un juego que consta de 2 etapas:

En la primera etapa (J1) decide si se apropia o no de beneficios adicionales; en caso de que decida no apropiarse el juego termina y como la situación permanece igual entonces (J2) recibirá una remuneración igual X , que en este caso será de 0.5 ($X=0.5$) y (J1) obtendrá $1-X$, la cual es equivalente a 0.5 ($1-X=0.5$); en el caso que (J1) decida apropiarse entonces inicia la etapa 2 del juego.

En la segunda etapa como (J1) ha decidido apropiarse, entonces (J2) tiene dos opciones: la primera no permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_2 , la cual será equivalente a 0.3 ($X_2=0.3$), por su parte, en este caso (J1) recibirá como ganancia $1-X_2$, la cual es igual a 0.7 ($1-X_2=0.7$); la segunda posibilidad que tiene (J2) es permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_3 , la cual es equivalente a 0.2 ($X_3=0.2$), por su parte, en este evento (J1) obtendrá como ganancia $1-X_3$, la cual es igual a 0.8 ($1-X_3=0.8$). En la segunda etapa, independientemente de la decisión de (J2) terminará el juego.

3.2.1. Solución del juego

Como el presente juego es dinámico la forma idónea de resolverlo es a través del método de inducción hacia atrás, esto es analizando cada una de las etapas comenzando con la última hasta llegar a la primera, en este caso la segunda.

Etapa 2

En esta etapa se parte del supuesto que (J1) ha decidido apropiarse de beneficios adicionales, entonces (J2) tiene las siguientes opciones:

- Permanecer en la sociedad; solo lo hará en el evento en que $X_3 \geq X_2$
- No permanecer en la sociedad; solo lo hará si $X_2 > X_3$

Según el modelo propuesto X_2 es igual a 0.3 ($X_2=0.3$), y X_3 es igual a 0.2 ($X_3=0.2$), por ende $X_2 > X_3$ es decir ($0.3 > 0.2$).

Demostración:

$$\begin{aligned} X_2 &= 0.3 & X_3 &= 0.2 \\ 0.3 &> 0.2 \\ X_2 &> X_3 \end{aligned}$$

Lo anterior implica que (J2) escogerá no permanecer en la sociedad, puesto que es la decisión que mayor ganancia le reporta.

Etap 1

En esta etapa (J1) debe escoger entre apropiarse de beneficios adicionales o no apropiarse y tomará la decisión según lo siguiente:

- No apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X \geq 1-X_2$ y $1-X \geq 1-X_3$
- Apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X_2 > 1-X$ ó si $1-X_3 > 1-X$

Según el modelo propuesto $1-X$ es igual 0.5 ($1-X=0.5$), y $1-X_2$ es equivalente a 0.7 ($1-X_2=0.7$), adicionalmente, $1-X_3$ es igual a 0.8 ($1-X_3=0.8$), por ende $1-X < 1-X_2$ y $1-X < 1-X_3$

Demostración

(I)

$$\begin{aligned} X &= 0.5 & X_2 &= 0.3 \\ 1-X && 1-X_2 \\ 1-0.5 &= 0.5 & 1-0.3 &= 0.7 \\ 1-X &= 0.5 & 1-X_2 &= 0.7 \\ 1-X &< 1-X_2 \end{aligned}$$

(II)

$$\begin{aligned} X &= 0.5 & X_3 &= 0.2 \\ 1-X && 1-X_3 \\ 1-0.5 &= 0.5 & 1-0.2 &= 0.8 \\ 1-X &= 0.5 & 1-X_3 &= 0.8 \\ 1-X &< 1-X_3 \end{aligned}$$

Lo anterior implica que (J1) escogerá apropiarse puesto que esta decisión es la que mayor ganancia le reporta en comparación con no apropiarse, independientemente de la conducta de (J2).

Según lo anterior, la estrategia del juego es que (J1) decide apropiarse de beneficios adicionales y a su vez (J2) reacciona no permaneciendo en la sociedad. Ello quiere decir que el equilibrio perfecto de Nash en subjuegos (ENPS) es el siguiente: ENPS= (Apropiarse, no permanecer).

Dado el anterior ENPS, para el presente juego es posible afirmar que se está ante una situación “*freeze out*” en la cual los socios mayoritarios realizan conductas oportunistas en detrimento de los accionistas minoritarios hasta que estos deciden realizar una “venta forzada” de su participación en la sociedad. Ello producto de los incentivos que puede generar la Ley 1258 de 2008, dadas circunstancias similares a las propuestas en el modelo.

Para realizar el análisis completo es necesario comparar los incentivos de la Ley 1258 de 2008 con los otorgados por las instituciones del Libro II del C.Co. para las sociedades reguladas en él. Para ello a continuación se propone un modelo de teoría de juegos construido conforme a los incentivos otorgados a los asociados de los tipos societarios del Libro II del C.Co.

3.3. Modelo de teoría de juegos: conducta estratégica de socios minoritarios y mayoritarios de las sociedades reguladas en el Libro II del C.Co.

Como las instituciones del Libro II del C.Co., en relación a los derechos de los socios minoritarios y mayoritarios, son diferentes a las otorgadas por la Ley 1258 de 2008 para las S.A.S., necesariamente, deben cambiar los supuestos del modelo.

Desde luego que los supuestos del presente modelo no tienen que darse en todas las sociedades del Libro II del C.Co., puesto que cada caso concreto es diferente a los demás, sin embargo la propuesta expuesta en las líneas siguientes obedece a los incentivos dados por el estatuto mercantil, explicados en el acápite segundo.

Supuestos del modelo²³

Según lo expuesto en líneas precedentes los supuestos del modelo deben ser los siguientes:

- 1) Existen dos jugadores: accionistas minoritarios y mayoritarios, los cuales son maximizadores dentro de los límites institucionales impuestos el C.Co; los accionistas mayoritarios son el jugador número 1 (J1) y los socios minoritarios son el jugador número 2 (J2).
- 2) Los jugadores en búsqueda de la maximización de su bienestar actuarán de manera oportunista si es necesario para conseguir sus fines.
- 3) Los accionistas mayoritarios (J1) tienen una serie de limitaciones dadas por el C.Co. en forma de normas imperativas que impiden disponer de los derechos políticos, económicos y de fiscalización de los accionistas minoritarios (J2).
- 4) Cada jugador tienen información perfecta respecto al historial de las posibles conductas asumidas por el otro participante del juego.

²³ El modelo de teoría de juegos presentado a continuación es de carácter no cooperativo, puesto que cada jugador solo busca su bienestar personal a través de sus estrategias; además, es dinámico, porque los jugadores no actúan al mismo tiempo, sino que su conducta es una consecuencia de la estrategia que adopte el otro; asimismo, el juego tiene información perfecta, debido a que se supone que cada jugador conoce la historia completa de las acciones del otro; finalmente, el juego es de suma cero, puesto que la ganancia de un jugador es la pérdida del otro

- 5) Conforme a los supuestos anteriores las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes:
- Accionistas mayoritarios (J1); apropiarse de beneficios adicionales, o no apropiarse de éstos. En el primer caso la ganancia que obtengan los socios mayoritarios será menor que en el segundo evento.
 - Accionistas minoritarios (J2); si los socios mayoritarios han decidido apropiarse, los accionistas minoritarios pueden permanecer en la sociedad, o no permanecer en ella. En el primer caso obtendrán una ganancia superior que en el segundo evento.
- 6) La utilidad a repartir entre los jugadores es de 1 y se repartirá así: la ganancia de J1 es de $1-X$; mientras la de J2 es X .

Conforme a los supuestos anteriores, los pagos por las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes²⁴:

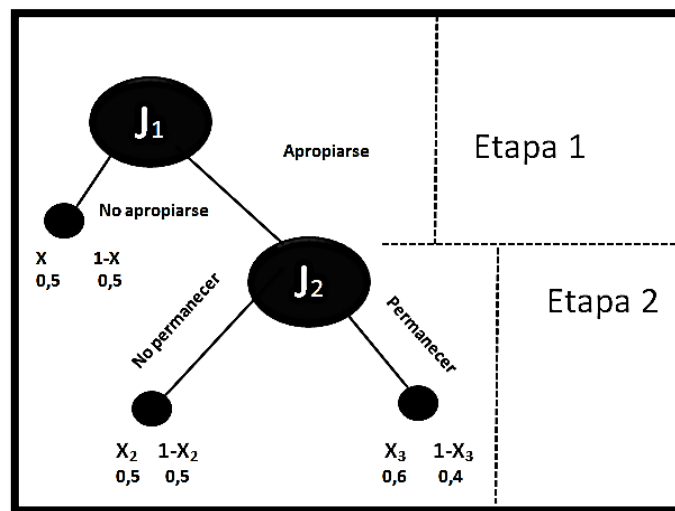
- (J1): no apropiarse de beneficios adicionales, en tal caso como la situación permanece igual la ganancia que obtienen es de 0.5, esto es $1-X = 0.5$; la otra conducta posible es apropriarse de beneficios adicionales, en tal caso la ganancia puede ser de 0.5 ó 0.4, dependiendo de la conducta de (J2); si decide permanecer en la sociedad, la ganancia de (J1) será de 0.4, esto es $1-X = 0.4$ ²⁵; si (J2) resuelve no permanecer, la ganancia para (J1) será de 0.3, esto es $1-X = 0.3$
- (J2): si (J1) ha decidido apropiarse, (J2) puede permanecer en la sociedad, en tal caso la ganancia es de 0.6, esto es $X = 0.6$ ²⁶; la otra conducta posible que puede asumir (J2) es no permanecer, en tal caso la ganancia que obtendrá es de 0.5, esto es $X = 0.5$.

Cuadro II.

²⁴ Los pagos correspondientes a las posibles conductas de los jugadores corresponden al resultado de la aplicación de los supuestos del modelo, sin embargo por facilidad operativa los valores asignados se obtuvieron de manera arbitraria: solo se estableció que la ganancia de los socios mayoritarios (J1) es mayor cuando deciden no apropiarse de beneficios adicionales que en el evento en el cual opten por apropiarse, a menos que (J2) decida no permanecer en la sociedad caso en el cual será igual la ganancia para (J1), sin importar la decisión que tome; asimismo, si los socios mayoritarios (J1) deciden apropiarse, los socios minoritarios (J2) obtienen una ganancia mayor cuando optan por permanecer en la sociedad que cuando resuelven no permanecer en ella. Debe recordarse que uno de los supuestos del modelo es que los costos de transacción para (J2), en el caso de querer acceder a la jurisdicción, hacen que el beneficio marginal de dicha decisión sea igual al costo marginal, por tanto (J2) optará por ello, y (J1) puede ser castigado por sus conductas oportunistas.

²⁵ En este caso la ganancia de (J1) es de 0.4, suponiendo que la conducta de apropiación fue castigada por la jurisdicción haciendo que dicho jugador deba indemnizar perjuicios y sea condenado en costas (0.1), por eso correlativamente en esta situación la ganancia de (J2) es de 0.6, es decir 0.5 que le pertenece en la asignación inicial, más 0.1 por la indemnización de perjuicios y la condena en costas.

²⁶ Ver nota anterior.



Con los supuestos descritos, se ha construido un juego que consta de 2 etapas:

En la primera etapa (J1) decide si se apropia o no de beneficios adicionales; en caso de que decida no apropiarse el juego termina y como la situación permanece igual entonces (J2) recibirá una remuneración igual X , que en este caso será de 0.5 ($X=0.5$) y (J1) obtendrá $1-X$, la cual es equivalente a 0.5 ($1-X=0.5$); en el caso que (J1) decida apropiarse entonces inicia la etapa 2 del juego.

En la segunda etapa como (J1) ha decidido apropiarse, entonces (J2) tiene dos opciones: la primera no permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_2 , la cual será equivalente a 0.5 ($X_2=0.5$), por su parte, en este caso (J1) recibirá como ganancia $1-X_2$, la cual es igual a 0.5 ($1-X_2=0.5$); la segunda posibilidad que tiene (J2) es permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_3 , la cual es equivalente a 0.6 ($X_3=0.6$), por su parte, en este evento (J1) obtendrá como ganancia $1-X_3$, la cual es igual a 0.4 ($1-X_3=0.4$). En la segunda etapa, independientemente de la decisión de (J2) terminará el juego.

3.3.1. Solución del juego

Como el presente juego es dinámico la forma idónea de resolverlo es a través del método de inducción hacia atrás, esto es analizando cada una de las etapas comenzando con la última hasta llegar a la primera, en este caso la segunda.

Etapa 2

En esta etapa se parte del supuesto que (J1) ha decidido apropiarse de beneficios adicionales, entonces (J2) tiene las siguientes opciones:

- Permanecer en la sociedad; solo lo hará en el evento en que $X_3 \geq X_2$
- No permanecer en la sociedad; solo lo hará si $X_2 > X_3$

Según el modelo propuesto X_2 es igual a 0.5 ($X_2=0.5$), y X_3 es igual a 0.6 ($X_3=0.6$), por ende $X_2 < X_3$ es decir ($0.5 < 0.6$).

Demostración:

$$X_2 = 0.5 \quad X_3 = 0.6$$

$$0.5 < 0.6$$

$$X_2 < X_3$$

Lo anterior implica que (J2) escogerá permanecer en la sociedad, puesto que es la decisión que mayor ganancia le reporta.

Etapas 1

En esta etapa (J1) debe escoger entre apropiarse de beneficios adicionales o no apropiarse y tomará la decisión según lo siguiente:

- No apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X \geq 1-X_2$ y $1-X \geq 1-X_3$
- Apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X_2 > 1-X$ ó si $1-X_3 > 1-X$

Según el modelo propuesto $1-X$ es igual 0.5 ($1-X=0.5$), y $1-X_2$ es equivalente a 0.5 ($1-X_2=0.5$), adicionalmente, $1-X_3$ es igual a 0.4 ($1-X_3=0.4$), por ende $1-X = 1-X_2$ y $1-X > 1-X_3$

Debe notarse que en relación a la decisión de (J1) de apropiarse hay una posibilidad en la cual la ganancia para él es igual la opción de no apropiarse ($1-X = 1-X_2$), esto es cuando (J1) decide apropiarse y (J2) opta por no permanecer en la sociedad, sin embargo para (J1) no es indiferente adoptar cualquiera de las dos opciones, puesto que uno de los supuestos del modelo es que los jugadores conocen todas las estrategias de los jugadores y por ello (J1) sabe que cuando él decide apropiarse, (J2) decidirá permanecer en la sociedad, puesto que es la decisión que mayor ganancia le reporta tal como se mostró en la etapa 2.

Demostración

(I)

$$\begin{array}{ll} X = 0.5 & X_2 = 0.5 \\ 1-X & 1-X_2 \\ 1-0.5 = 0.5 & 1-0.5 = 0.5 \\ 1-X = 0.5 & 1-X_2 = 0.5 \\ & 1-X = 1-X_2 \end{array}$$

(II)

$$\begin{array}{ll} X = 0.5 & X_3 = 0.6 \\ 1-X & 1-X_3 \\ 1-0.5 = 0.5 & 1-0.6 = 0.4 \\ 1-X = 0.5 & 1-X_3 = 0.4 \end{array}$$

$$1-X > 1-X_3$$

Lo anterior implica que (J1) escogerá no apropiarse puesto que esta decisión es la que mayor ganancia le reporta en comparación con no apropiarse, independientemente de la conducta de (J2).

Según lo anterior, la estrategia del juego es que (J1) decide no apropiarse de beneficios adicionales y a su vez (J2) reacciona permaneciendo en la sociedad. Ello quiere decir que el equilibrio perfecto de Nash en subjuegos (ENPS) es el siguiente:

ENPS= (No apropiarse, permanecer)

El anterior juego muestra que con los nuevos supuestos obtenidos de la aplicación de las normas del C.Co. los socios mayoritarios tienden a no apropiarse de beneficios adicionales (siempre que se esté bajo los supuestos expuestos en el modelo). Entonces, en principio las normas del C.Co. son más favorables para los socios minoritarios de las sociedades reguladas en él, pero se debe aclarar que ello no necesariamente, porque dependerá de cada caso concreto.

4. ESTRATEGIAS PARA PROTEGER A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

¿Cómo los accionistas minoritarios de las S.A.S. pueden evitar las situaciones que tienen la potencialidad de afectar sus derechos patrimoniales, políticos y de fiscalización se vean afectados por conductas oportunistas de los socios mayoritarios?²⁷

En Colombia las propuestas para la protección de los accionistas minoritarios han venido básicamente de las medidas de gobierno corporativo, y la figura de abuso del derecho, las cuales pueden ayudar a reducir el problema de agencia entre socios mayoritarios y minoritarios. Por lo anterior, a continuación se hará una referencia al respecto.

²⁷ Una pregunta similar ha sido planteada por los profesores Kraakman y Hansman (2004), los cuales la han respondido compilado las cuatro principales estrategias que se utilizan en el derecho societario estadounidense para proteger a los accionistas minoritarios de las conductas de los mayoritarios de la siguiente manera:

- 1) Voto proporcional en la elección de los administradores (“Appointment rights strategy”): consiste en que se consagre, en las normas que regulan la sociedad, el establecimiento de derechos de voto proporcionales, para todos los asociados, en la elección de los miembros de la junta directiva. Un sistema orientado a lo anterior es el consagrado en el artículo 436 del C.Co., esto es el de cuociente electoral, así como el principio de que cada acción otorgue un solo voto.
- 2) Limitación de los derechos de voto de accionistas mayoritarios (“Decision rights strategy”): busca establecer un derecho a veto de las decisiones de la asamblea en cabeza de los accionistas minoritarios, determinando mayorías calificadas para la toma de algunas decisiones importantes de la sociedad.
- 3) Presencia de miembros independientes en la junta directiva (“Trusteeship strategy”): con esta estrategia se busca que algunos los miembros de la junta directiva tengan independencia respecto a los diferentes accionistas de la sociedad, y que por tanto el órgano de administración realice su función en pro del bienestar de la sociedad y no de los intereses del algún grupo de socios.
- 4) Repartición de proporcional de utilidades, deberes fiduciarios, prevención de abuso del derecho (“Reward, constrains and affiliation rights strategies”): se busca que todos los accionistas tengan los mismos derechos y trato; además se consagran algunos deberes fiduciarios de los administradores y de los socios mayoritarios; y se instituyen controles respecto de conductas abusivas por parte de los accionistas mayoritarios y de los administradores, con su respectiva determinación.

4.1. Gobierno corporativo: una posible solución al problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S.

Según Riaño (2009), en el año 2001 en Colombia se marcó un hito en relación a la implementación de medidas de gobierno corporativo²⁸ para las sociedades mercantiles, puesto que la otrora Superintendencia de Valores expidió la Resolución 275 de ese año, mediante la cual permitió consolidar la normatividad en la materia, atendiendo las tendencias internacionales provenientes, especialmente, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Se debe advertir que si bien la expedición de la resolución citada marcaría un rumbo para la adopción de los lineamientos de gobierno corporativo, los destinatarios iniciales eran los fondos de pensiones, por ello en el año 2005, entidades vinculadas al sector financiero lideradas por la Superintendencia Financiera realizaron una propuesta conocida como “Código País”, en la que se reúnen las mejores prácticas de gobierno corporativo dirigidas a las sociedades del sector real y financiero (Superintendencia Financiera, 2005).

Luego en el año 2009, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras, lideradas por la Superintendencia de Sociedades, realizaron una propuesta específica de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia, reconociendo que estas tienen unas particularidades diferentes a las sociedades abiertas, naciendo así la “Guía de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia” (Superintendencia de Sociedades, 2009).

Dichas propuestas de gobierno corporativo tienen un objetivo común y es la transparencia, objetividad y competitividad en la gestión administrativa para la protección del inversionista. Es importante para el presente trabajo tomar en cuenta algunas de las medidas propuestas por el “Código País” y por la “Guía de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia”, puesto que permiten la corrección de aquellas instituciones de las S.A.S. que facilitan las conductas oportunistas de los accionistas mayoritarios en detrimento de los derechos de los socios minoritarios.

Ahora bien, las S.A.S. tienen unas características propias, por tanto para mitigar el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios, además de las medidas propuestas por los códigos de gobierno corporativo, se debe implementar otras medidas que atiendan a esas particularidades.

4.2. El abuso del derecho

Según Moll (2002), en los Estados Unidos de manera jurisprudencial se ha establecido que los socios mayoritarios tienen unos deberes fiduciarios respecto a los minoritarios. Asi-

²⁸ Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004):

“El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzarlos y supervisar el desempeño”. (p.68)

mismo, se reconoce que los socios minoritarios al ingresar a la sociedad tienen unas expectativas mínimas del negocio que no pueden ser desconocidas por la conducta oportunista de los asociados mayoritarios. Las creaciones jurisprudenciales sobre las expectativas mínimas y los deberes fiduciarios que deben respetar los socios mayoritarios a los minoritarios, sin duda constituyen herramientas importantes para su protección.

En Colombia no existe una consagración normativa de deberes fiduciarios de los accionistas mayoritarios respecto a los minoritarios, pero existen las figuras del abuso del derecho y la desestimación de la personalidad jurídica:

La figura del abuso del derecho, consagrada en el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008, constituye la herramienta de defensa más importante de los accionistas minoritarios y mayoritarios por el abuso decisorio (Gil, 2010) y (Reyes, 2010). Lo anterior porque dicha figura introduce en el ordenamiento jurídico colombiano la posibilidad de obtener la nulidad absoluta de la decisión proferida en el marco de la asamblea de accionistas de la S.A.S, que sea producto del ejercicio del derecho a voto con el propósito de causar daño a la compañía o a otros accionistas, o de obtener un para sí o un tercero ventaja injustificada²⁹. Asimismo, la disposición del artículo 43 de la Ley establece que los accionistas que abusen de sus derechos en los términos referidos, deberán indemnizar los perjuicios que causen (Gil, 2010).³⁰

De igual manera, la figura del abuso del derecho en la S.A.S. contrasta con la disposición del artículo 830 del C.Co., la cual solo permite obtener la indemnización de perjuicios para este evento.

A pesar de lo dicho, se debe advertir que la figura del abuso del derecho en materia societaria, consagrado por la Ley 1258 de 2008, está en términos impersonales, generales y abstractos, por lo cual se genera un grado importante de incertidumbre respecto a su aplicación, ya que no castiga de manera taxativa las conductas que pueden afectar los derecho políticos, de fiscalización y patrimoniales de los socios de las S.A.S.

4.3. Modelo de teoría de juegos después de adoptar las medidas de gobierno corporativo o hacer uso de la figuras de abuso del derecho.

Es claro que adoptar códigos de gobierno corporativo, o hacer uso de la figura de abuso del derecho puede ayudar a mitigar el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S. prohibiendo ciertas conductas, haciendo más transparente la gestión

²⁹ Según Reyes (2010), la posibilidad de la nulidad absoluta para decisiones de la asamblea de accionistas producto del abuso del derecho de la condición de accionistas es de origen francés y surgió antes de la S.A.S de Francia.

³⁰ El abuso del derecho no solo tiene que darse por los accionistas mayoritarios, sino que la sociedad y los diferentes socios de la misma pueden verse afectados por el bloqueo del órgano de decisión, esto es la asamblea de accionistas. Lo anterior, porque puede ocurrir que para adoptar válidamente una decisión en la asamblea de accionistas se necesite el voto favorable de los accionistas minoritarios, en razón a un quórum deliberatorio y decisorio pactado en los estatutos o establecido en la ley, y dichos socios decidan no asistir a la reunión o votar en contra, lo cual en un momento dado puede perjudicar los intereses de la sociedad y de otros accionistas: a este evento se le conoce como abuso de la minoría; lo mismo puede ocurrir cuando existe paridad entre las distintas facciones de accionistas y se genera un bloqueo del órgano de decisión de la sociedad, dicho evento se conoce como abuso de la paridad.

administrativa y creando ciertas prácticas para facilitar el control de los socios minoritarios de las posibles conductas de los socios mayoritarios.

Es posible verificar cómo las medidas referidas en párrafos anteriores cambian los incentivos de conducta de los socios mayoritarios de las S.A.S. en relación a los intereses de los socios minoritarios, a través de un modelo de teoría de juegos. Por lo anterior, a continuación se propone un modelo que explique los mencionados incentivos.

Supuestos del modelo³¹

Según lo expuesto en líneas precedentes los supuestos del modelo deben ser los siguientes:

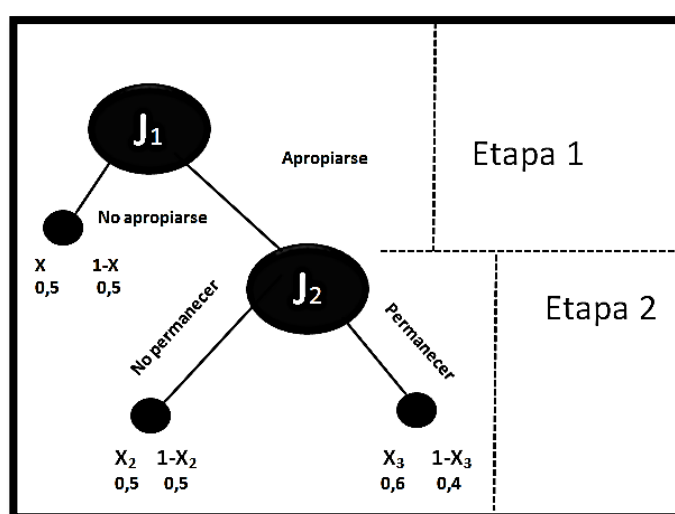
- 1) Existen dos jugadores: accionistas minoritarios y mayoritarios, los cuales son maximizadores dentro de los límites institucionales impuestos la Ley 1258 de 2008 y las medidas de gobierno corporativo mencionadas; los accionistas mayoritarios son el jugador número 1 (J1) y los socios minoritarios son el jugador número 2 (J2).
- 2) Los jugadores en búsqueda de la maximización de su bienestar actuarán de manera oportunista si es necesario para conseguir sus fines.
- 3) Los accionistas mayoritarios (J1) tienen una serie de limitaciones dadas por la Ley 1258 de 2008 y las medidas de gobierno corporativo adoptadas en los estatutos o en los acuerdos de accionistas que impiden disponer de los derechos políticos, económicos y de fiscalización de los accionistas minoritarios (J2).
- 4) Cada jugador tienen información perfecta respecto al historial de las posibles conductas asumidas por el otro participante del juego.
- 5) Conforme a los supuestos anteriores las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes:
 - Accionistas mayoritarios (J1); apropiarse de beneficios adicionales, o no apropiarse de éstos. En el primer caso la ganancia que obtengan los socios mayoritarios será menor que en el segundo evento.
 - Accionistas minoritarios (J2); si los socios mayoritarios han decidido apropiarse, los accionistas minoritarios pueden permanecer en la sociedad, o no permanecer en ella. En el primer caso obtendrán una ganancia superior que en el segundo evento.
- 6) La utilidad a repartir entre los jugadores es de 1 y se repartirá así: la ganancia de J1 es de $1-X$; mientras la de J2 es X .

³¹ El modelo de teoría de juegos presentado a continuación es de carácter no cooperativo, puesto que cada jugador solo busca su bienestar personal a través de sus estrategias; además, es dinámico, porque los jugadores no actúan al mismo tiempo, sino que su conducta es una consecuencia de la estrategia que adopte el otro; asimismo, el juego tiene información perfecta, debido a que se supone que cada jugador conoce la historia completa de las acciones del otro; finalmente, el juego es de suma cero, puesto que la ganancia de un jugador es la pérdida del otro.

Conforme a los supuestos anteriores, los pagos por las conductas posibles de los jugadores serán las siguientes³²:

- (J1): no apropiarse de beneficios adicionales, en tal caso como la situación permanece igual la ganancia que obtienen es de 0.5, esto es $1-X = 0.5$; la otra conducta posible es apropriarse de beneficios adicionales, en tal caso la ganancia puede ser de 0.5 ó 0.4, dependiendo de la conducta de (J2); si decide permanecer en la sociedad, la ganancia de (J1) será de 0.4³³, esto es $1-X = 0.4$; si (J2) resuelve no permanecer, la ganancia para (J1) será de 0.3, esto es $1-X = 0.3$
- (J2): si (J1) ha decidido apropiarse, (J2) puede permanecer en la sociedad, en tal caso la ganancia es de 0.6³⁴, esto es $X = 0.6$; la otra conducta posible que puede asumir (J2) es no permanecer, en tal caso la ganancia que obtendrá es de 0.5, esto es $X = 0.5$.

Cuadro III.



Con los supuestos descritos, se ha construido un juego que consta de 2 etapas:

En la primera etapa (J1) decide si se apropia o no de beneficios adicionales; en caso de que decida no apropiarse el juego termina y como la situación permanece igual entonces (J2) recibirá una remuneración igual X , que en este caso será de 0.5 ($X=0.5$) y (J1) obtendrá $1-X$, la

³² Los pagos correspondientes a las posibles conductas de los jugadores corresponden al resultado de la aplicación de los supuestos del modelo, sin embargo por facilidad operativa los valores asignados se obtuvieron de manera arbitraria: solo se estableció que la ganancia de los socios mayoritarios (J1) es mayor cuando deciden no apropiarse de beneficios adicionales que en el evento en el cual opten por apropiarse, a menos que (J2) decida no permanecer en la sociedad caso en el cual será igual la ganancia para (J1), sin importar la decisión que tome; asimismo, si los socios mayoritarios (J1) deciden apropiarse, los socios minoritarios (J2) obtienen una ganancia mayor cuando optan por permanecer en la sociedad que cuando resuelven no permanecer en ella.

³³ En este caso la ganancia de (J1) es de 0.4, suponiendo que la conducta de apropiación fue castigada por la jurisdicción haciendo que dicho jugador deba indemnizar perjuicios y sea condenado en costas (0.1), por eso correlativamente en esta situación la ganancia de (J2) es de 0.6, es decir 0.5 que le pertenece en la asignación inicial, más 0.1 por la indemnización de perjuicios y la condena en costas.

³⁴ Ver nota anterior.

cual es equivalente a 0.5 ($1-X=0.5$); en el caso que (J1) decida apropiarse entonces inicia la etapa 2 del juego.

En la segunda etapa como (J1) ha decidido apropiarse, entonces (J2) tiene dos opciones: la primera no permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_2 , la cual será equivalente a 0.5 ($X_2=0.5$), por su parte, en este caso (J1) recibirá como ganancia $1-X_2$, la cual es igual a 0.5 ($1-X_2=0.5$); la segunda posibilidad que tiene (J2) es permanecer en la sociedad, caso en el cual obtendrá una remuneración de X_3 , la cual es equivalente a 0.6 ($X_3=0.6$), por su parte, en este evento (J1) obtendrá como ganancia $1-X_3$, la cual es igual a 0.4 ($1-X_3=0.4$). En la segunda etapa, independientemente de la decisión de (J2) terminará el juego.

4.3.1. Solución del juego

Como el presente juego es dinámico la forma idónea de resolverlo es a través del método de inducción hacia atrás, esto es analizando cada una de las etapas comenzando con la última hasta llegar a la primera, en este caso la segunda.

Etapa 2

En esta etapa se parte del supuesto que (J1) ha decidido apropiarse de beneficios adicionales, entonces (J2) tiene las siguientes opciones:

- Permanecer en la sociedad; solo lo hará en el evento en que $X_3 \geq X_2$
- No permanecer en la sociedad; solo lo hará si $X_2 > X_3$

Según el modelo propuesto X_2 es igual a 0.5 ($X_2=0.5$), y X_3 es igual a 0.6 ($X_3=0.6$), por ende $X_2 < X_3$ es decir ($0.5 < 0.6$).

Demostración:

$$X_2 = 0.5 \quad X_3 = 0.6$$

$$0.5 < 0.6$$

$$X_2 < X_3$$

Lo anterior implica que (J2) escogerá permanecer en la sociedad, puesto que es la decisión que mayor ganancia le reporta.

Etapa 1

En esta etapa (J1) debe escoger entre apropiarse de beneficios adicionales o no apropiarse y tomará la decisión según lo siguiente:

- No apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X \geq 1-X_2$ y $1-X \geq 1-X_3$
- Apropiarse: adoptará esta decisión si $1-X_2 > 1-X$ ó si $1-X_3 > 1-X$

Según el modelo propuesto $1-X$ es igual 0.5 ($1-X=0.5$), y $1-X_2$ es equivalente a 0.5 ($1-X_2=0.5$), adicionalmente, $1-X_3$ es igual a 0.4 ($1-X_3=0.4$), por ende $1-X = 1-X_2$ y $1-X > 1-X_3$

Debe notarse que en relación a la decisión de (J1) de apropiarse hay una posibilidad en la cual la ganancia para él es igual la opción de no apropiarse ($1-X = 1-X_2$), esto es cuando (J1) decide apropiarse y (J2) opta por no permanecer en la sociedad, sin embargo para (J1) no es indiferente adoptar cualquiera de las dos opciones, puesto que uno de los supuestos del modelo es que los jugadores conocen todas las estrategias de los jugadores y por ello (J1) sabe que cuando él decide apropiarse, (J2) decidirá permanecer en la sociedad, puesto que es la decisión que mayor ganancia le reporta tal como se mostró en la etapa 2.

Demostración

(I)

$$\begin{array}{ll} X = 0.5 & X_2 = 0.5 \\ 1-X & 1-X_2 \\ 1-0.5 = 0.5 & 1-0.5 = 0.5 \\ 1-X = 0.5 & 1-X_2 = 0.5 \\ & 1-X = 1-X_2 \end{array}$$

(II)

$$\begin{array}{ll} X = 0.5 & X_3 = 0.6 \\ 1-X & 1-X_3 \\ 1-0.5 = 0.5 & 1-0.6 = 0.4 \\ 1-X = 0.5 & 1-X_3 = 0.4 \\ & 1-X > 1-X_3 \end{array}$$

Lo anterior implica que (J1) escogerá no apropiarse puesto que esta decisión es la que mayor ganancia le reporta en comparación con no apropiarse, independientemente de la conducta de (J2).

Según lo anterior, la estrategia del juego es que (J1) decide no apropiarse de beneficios adicionales y a su vez (J2) reacciona permaneciendo en la sociedad. Ello quiere decir que el equilibrio perfecto de Nash en subjuegos (ENPS) es el siguiente:

$$\text{ENPS} = (\text{No apropiarse, permanecer})$$

Puede observarse que con los supuestos escogidos el juego tiene los mismos resultados que el construido en el caso de las sociedades del C.Co; ello implica que las medidas de gobierno corporativo pueden ser igual de eficaces que las normas imperativas del C.Co. para la protección de los intereses de los socios minoritarios, de ahí la conveniencia de su implementación en las S.A.S.

5. CONCLUSIONES

Conforme a lo expuesto en el acápite primero del presente trabajo, si bien la creación de las S.A.S. constituyen un paso importante en el proceso de flexibilización del derecho societario colombiano, y un gran instrumento para los empresarios colombianos, también implica

unos retos respecto a la relación entre accionistas minoritarios y mayoritarios. Lo anterior, porque para las S.A.S, conforme a la Ley 1258 de 2008, prima la libertad contractual, en comparación con las restricciones consagradas en el Libro II de C.Co., generando un espacio propicio para que se generen conductas oportunistas, amparadas en la legalidad, de los accionistas mayoritarios sobre los minoritarios en perjuicio de los derechos políticos, de fiscalización y patrimoniales de los últimos.

Así las cosas, según lo expuesto en el acápite segundo, la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios de las S.A.S. puede explicarse a través del problema de agencia, en el cual los primeros son el principal y los segundos son el agente, generando incentivos para que se presenten conductas *freeze out* por parte de los accionistas mayoritarios. Ello se demostró en dos modelos de teoría de juegos:

- En el primer modelo se tuvo en cuenta las características del problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S, y resultado fue que la estrategia dominante de los últimos era apropiarse de beneficios adicionales en detrimento de los intereses de los primeros, mientras que la reacción de los accionistas minoritarios es no permanecer en la sociedad;
- En el segundo modelo se tuvo en cuenta las normas que protegen a los socios minoritarios del Libro II del C.Co., y resultado fue que la estrategia dominante de los socios mayoritarios era no buscar obtener beneficios adicionales y la reacción de los accionistas minoritarios es permanecer en la sociedad.

En último acápite se expuso que para mitigar el problema de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios de las S.A.S. es posible implementar algunas medidas de gobierno corporativo para tal fin. Asimismo, se advirtió que la figura de abuso del derecho puede generar el mismo resultado. Lo dicho, sustentado en un modelo de teoría de juegos en el cual se implementan dentro de sus supuestos dichas medidas y se genera como consecuencia que en el tipo societario S.A.S. la estrategia dominante de los accionistas mayoritarios sea la no apropiación de beneficios adicionales, por tanto los accionistas minoritarios reaccionan permaneciendo en la sociedad.

Bibliografía

BAIRD, Douglas y GERTNER, Robert. (1998). *Game Theory and the Law*. Cambridge: Harvard University Press

CHATTERJEE, Kalyan y SAMUELSON, William (Ed). (2001). *Game theory and business applications*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

COLOMBIA. Congreso de la República. (1995, 20 de diciembre), “Ley 222 del 20 de noviembre de 2008, por medio de la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones”, en el Diario Oficial No. 42156, de 20 de diciembre de 1995, Bogotá.

_____ (2005, 8 de julio), “Ley 964 del 8 de julio de 2005, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión

de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones”, en el Diario Oficial No. 45963, del 8 de julio de 2005, Bogotá.

_____ (2008, 5 de diciembre), “Ley 1258 del 5 de diciembre de 2008, por medio de la cual se crea la sociedad por acciones simplificadas”, en el Diario Oficial No. 47194, 5 de diciembre de 2008, Bogotá.

CONGRESO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. (2008). Gaceta del Congreso No. 509, 1-16

GAVIRIA, Enrique (1996) Nuevo Régimen de Sociedades. Biblioteca Jurídica DIKE, Medellín.

GIL, Jorge (2010). Abuso decisorio en el régimen de las SAS. En: Reyes, Francisco (coord.) Estudios sobre la sociedad por acciones simplificada. Bogotá: Externado de Colombia.

HAMILTON, Robert. (2000). The Law of Corporations. Minnesota: West Group.

HANSMANN , Henry y KRAAKMAN, Reinier. (2004). The Anatomy of Corporate Law. Oxford: Oxford University Press.

JARA, Andrés. (2007). Sociedades por Acciones. Revista Chilena de Derecho Vol. 34 No.2, 381-384.

JENSEN, Michael (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4. 343- 378

MÁRQUEZ, Carlos Pablo. (2005) Anotaciones sobre análisis económico del derecho: escuelas. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, 2005

MAYA, Gabriel. (2010). Razones y beneficios para constituirse o transformarse en SAS. Medellín: Biblioteca Jurídica DIKE.

MERCURO, Nicholas y MEDEMA, Steven. (2006) “Economics and the Law: From Posner to Postmodernism and Beyond”. Segunda edición. Princeton: Princeton University Press.

MOLL, Douglas. (2002). Shareholder Oppression & Reasonable Expectations: Of Change, Gifts, and Inheritances in Close Corporation Disputes. Minnesota Law Review 86 No 4, 717-789

MULLERAT, Ramón. (1994). La sociedad por acciones simplificada (La Ley francesa num. 94- 1 de 3 de enero de 1994) Derecho de los negocios, año 5º No. 51, 7-14

NARVÁEZ, José Ignacio. (2008). Teoría General de las sociedades, décima edición. Legis, Bogotá.

NASH, John. (1996). Essays on game theory. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar.

OLCINA, Gonzalo. (2002). Conducta Estratégica y Economía: una introducción a la teoría de juegos. Tirant lo Blanch, Valencia.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE). (2004). Principios de gobierno corporativo de la OCDE. París: Autor.

PINDYK, Robert y RUBINFELD, Daniel. (1998) Microeconomía. Madrid: Prentice Hall Iberia S.R.L.

PINZÓN, José Gabino (1982) Sociedades Comerciales. Segunda edición, Temis Bogotá, 1983.

REYES, Francisco (2002). Derecho Societario, Tomo. 1. Bogotá: Temis

_____(2010) SAS la sociedad por acciones simplificada. - 2. ed. Act. Bogotá : Legis, 2010.

RIÑERO, Sandra (2009). Gobierno Corporativo en Colombia. Tendencias actuales. Ad- Minister, No. 15, 137-153

ROBAYO, Édgar y Córdoba, Ángela. (2011). La posibilidad de fraccionamiento del voto en las sociedades por acciones por acciones simplificadas. Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas Vol. 41 No.115, 287-308.

SEPE, Simone. (2010). Corporate agency problems and dequity contracts. The journal of corporation law Vol. 36. No. 1, 113-183.

STÄHLER, Frank. (1998). Economic games and strategic behaviour: theory and application. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA (2005). Código de mejores prácticas corporativas- Colombia. Recuperado el 12 de agosto de 2012 de <http://www.superfinanciera.gov.co/Codigopais/codigopais1.htm>

SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES (2009). Guía de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia. Recuperado el 13 de agosto de 2012 de <http://www.supersociedades.gov.co/guiadegobiernocorporativo.htm>

VELÁSQUEZ, Carlos Alberto (2004) Orden Societario, segunda edición. Señal Editora, Medellín, 2004