

Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales

Corporate Governance in Colombia. Current trends



Sandra C. Gaitán Riaño*

Recepción: Agosto 03 de 2009

Aceptación: Enero 29 de 2010

Resumen

La Ley 275 de 2001 determinó el sistema de Gobierno Corporativo colombiano. El presente documento permite una mirada desde su entrada en vigencia. Se comentan los lineamientos de los estándares internacionales en esta materia y se comparan con la legislación nacional. Se evalúan las características del Código de Buen Gobierno en Colombia donde se promueve el logro de la competitividad, sostenibilidad y profundización del mercado accionario con base en los principios de la OCDE. Se cotejan estudios realizados en el país (2002, 2007) donde se observa deficiencia en los códigos de las empresas en cuanto a la protección del inversionista, el papel de las juntas directivas y la transparencia en la información. Se expone también cómo ha sido la penetración anual en la adopción de prácticas de buen gobierno en Colombia y la preocupación de empresas privadas del sector financiero por adoptar dichas prácticas. El 60% de las organizaciones no han efectuado modificaciones al código desde su puesta en marcha.

Palabras clave: Gobierno corporativo, mejores prácticas de gobierno corporativo, grupos de interés, código país.

* Ingeniera Civil, Universidad Nacional de Colombia. Especialista en Finanzas y Magíster en Administración, Universidad EAFIT. Profesora del departamento de Finanzas, Universidad EAFIT. sgaitanr@eafit.edu.co

Abstract

This document provides a look at The Colombian Corporate Governance System, from the promulgation of the Law 275 of 2001. The guidelines of international standards on corporate governance are commented and compared with the Colombian legislation. Features of the Code of Good Governance in Colombia are evaluated in which look for get competitiveness, sustainability, and deepening of the stock market, according to the principles of the OECD. It is presented a comparative study make in the country during 2002 and 2007 where there were deficiencies in the codes of the company's investor protection, the role of boards and transparency of information. The author shows a study about the annual penetration in adopting good governance practices in Colombia and concludes that the private financial sector is concerning to adopt them. That study present that 60% of companies have made no changes to the code since its inception.

Key words: Corporate Government, Good Governance Practices, Stakeholders, Country Code.

Introducción

El estudio del estado actual del gobierno corporativo abarca aspectos como el regulatorio, económico, político, social, corporativo y financiero; por tal motivo se ha tratado de indagar el mayor número posible de fuentes bibliográficas y documentos de investigación que brinden un panorama de posibilidades dentro del marco de referencia en estudio.

Entre octubre de 2005 y diciembre de 2006, el Estado colombiano comenzó a desarrollar el proyecto Código País. Fue una iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia con la participación de los gremios y agentes nacionales más importantes: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria; Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, Asofondos; Asociación de Fiduciarias, Asofiduciarias; Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, Andi; Bolsa de Valores de Colombia, BVC; Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras; Federación de Aseguradores de Colombia, Fasecolda (Colombia Capital, s/f).

El código país es un punto de partida en la preocupación del gobierno por la profundización del mercado de capitales, para contribuir a la confianza de los inversionistas y estar a la altura de los estándares internacionales. En ese sentido, se busca establecer lineamientos, políticas y exigencias para un código de buen gobierno (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007; Indacochea, s/f; Chisari & Ferro, 2009; Familiar, 2003).

La importancia que este tema representa en el desarrollo económico global está demostrada por el respaldo de organizaciones de diversos países a nivel mundial (Gobierno Corporativo, s/f; Internacional Finance Corporation, 2008). Entre ellas, las siguientes: Asofondos, Asobancaria, BVC, Fasecolda, Confecámaras, Instituto de Ciencia Política—revista Perspectiva, SFC (Superintendencia Financiera de Colombia), Supersociedades (Superintendencia de Sociedades), en Colombia; la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), en Francia; la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y el IIMV (Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores), en España; el CIPE

(Centro Internacional para la Empresa Privada), Global CG Forum (Foro Mundial), BID (Banco Interamericano de Desarrollo), CII (Corporación Interamericana de Inversiones), Corporación financiera internacional, Banco Mundial y NACD (National Association of Corporate Directors), en Washington; el CEGC (Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo) y la CNV (Comisión Nacional de Valores), en Panamá; la CAF (Corporación Andina de Fomento); AVE (Asociación Venezolana de Ejecutivos), en Venezuela; BVQ (Bolsa de Valores de Quito), en Ecuador; Procapitales y Conasev (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), en Perú; BBV (Bolsa Boliviana de Valores), en Bolivia; GC Chile (Instituto de Auditoría Interna y Gobierno Corporativo de Chile), en Chile; Bovespa (Bolsa de Valores de Sao Paulo) y IBGC (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo), en Brasil; Fundece (Fundación para la Calidad y la Excelencia en los Negocios), CNV (Comisión Nacional de Valores), FIBC (Federación Iberoamericana de Bolsas de Comercio) e IARSE (Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial), en Argentina.

El estudio del gobierno corporativo se presenta como una necesidad ya que para lograr la competitividad de las empresas se requiere el establecimiento de criterios que coadyuven a una toma de decisiones que busque el desarrollo sostenible (Ganga, Contreras y Vera Garnica, 2008; Clarke & Dela Rama, 2009). De esta manera, se convierte en una variable fundamental para la creación de valor en las organizaciones (Klapper & Love, 2002; Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen & Ferrel, 2009; "White paper sobre gobierno corporativo en América Latina", 2004; Lefort, 2003). La experiencia muestra que empresas con deficiencia en mecanismos de gobierno corporativo jugaron un papel significativo en la crisis financiera mundial de 2007-2008 (Erkens, Hung & Matos, 2009).

1. Marco de Referencia

1.1 Marco teórico

La preocupación por la separación entre la propiedad y el control ha sido cuestionada por economistas clásicos desde Adam Smith (1776) hasta Berle y Means (1932). Ellos documentaron las formas como los administradores pueden tomar ventaja sobre los accionistas debido a la dispersión que existe entre esas dos características empresariales.

Esta dicotomía ha sido el punto de partida para estudios acerca del gobierno corporativo; a esos aspectos se han adicionado otras preocupaciones como la forma de seleccionar a los directivos y cómo deberían ser monitoreados y controlados (Stiglitz, 1991).

No obstante, dicha problemática ha sido cuestionada dentro de lo que se conoce como teoría de agencia, es decir, se presenta una relación de agencia entre el principal (inversionista, dueño) y el agente (director, administrador). En la teoría de agencia tradicional se expone la existencia de un conflicto de intereses entre los dueños y sus agentes (gerentes, directores, etc.), los cuales podrían llevar a los administradores a tomar decisiones no favorables para los accionistas (Berle & Means, 1932). Por el contrario, la teoría de agencia multitarea (Dewatripont, Jewitt & Tirole, 2000) cuestiona el conflicto de intereses entre un grupo de agentes cuando por lo menos uno de ellos está vinculado a un dueño diferente. En síntesis: en la teoría de agencia tradicional se concibe una relación uno a uno y en la teoría de agencia multitarea se examinan relaciones múltiples para explicar resultados.

Durante las últimas décadas se ha considerado que la teoría de agencia multitarea (multitask agency theory) es parte importante del estudio del gobierno corporativo (Child & Rodrigues, 2003). En el enfoque anterior de la teoría económica de la organización se consideraba

que los agentes dirigían su atención en una sola tarea, pero investigaciones recientes han mostrado que ellos centran su atención en múltiples actividades que les son ofrecidas y su asignación va a depender de los beneficios derivados de estas y de sus posibles complementos o sustituciones.

En el caso de los gerentes, el orden de realización de las tareas y su prioridad se orientan hacia la realización de aquella tarea que le genere mayor incentivo. Si se mide su gestión en función de la Utilidad por Acción (UPA), él centrará sus esfuerzos en maximizar la upa antes que cualquier otra tarea, es decir, el agente trabaja para mejorar los indicadores y descuida otros aspectos importantes (Gorbaneff, Torres y Cardona, 2009).

Con los miembros de juntas ocurre algo similar. Para ellos, la priorización de las decisiones está en función de las ventajas que estas les puedan brindar. Su atención estará centrada en aquellas tareas que le forjan mayor beneficio, sea estas la de realizar una inversión en un proyecto, a pesar de la generación de riesgo mayor para el negocio o una inversión en mejora de la eficiencia operacional o en la calidad del producto. Del mismo modo ocurre cuando los miembros de la junta hacen parte de diferentes compañías.

El gobierno corporativo procura la defensa de los intereses de los accionistas por medio de reglas, procedimientos, prácticas de negocio, cultura, entre otros aspectos. Lo hace dentro de la organización, buscando como objetivo la transparencia, objetividad y la competitividad en la gestión administrativa (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2004; Ustáriz González, 2004; Bhagat & Bolton, 2007).

De acuerdo con Shleifer & Vishny (1997), el gobierno corporativo se define como la forma en la cual el proveedor de dinero de la

corporación asegura la consecución del retorno de sus inversiones.

Muchos esfuerzos se han enfocado en incrementar la transparencia, lo cual es benéfico para la empresa, pero implica costos. Hermalin y Weisbach (2007) demostraron cómo se puede entender el nivel de transparencia derivándolo de la relación entre la junta directiva y el CEO (Chief Executive Officer). Ellos argumentan que el nivel de transparencia se puede fijar como cantidad y calidad de la información a revelar, variables endógenas dentro del sistema de gobernabilidad.

Los costos de agencia que están asociados a la separación entre la propiedad y el control constituyen un elemento importante en el estudio del gobierno corporativo. Su nivel depende de la ley de cada país y del contrato establecido. Tales costos corresponden al monitoreo del agente (gerente) por parte del principal (propietario), el costo del agente para mostrar buen uso de los recursos y el costo correspondiente a las pérdidas residuales asociadas a la falta de mecanismos perfectos de control sobre el agente (Jensen & Meckling, 1976).

La función de las juntas directivas es un elemento importante como mecanismo de control para garantizar un buen sistema de gobierno (Hopt & Leyens, 2004). Varios estudios han demostrado cómo las juntas directivas independientes contribuyen de manera muy significativa al desempeño de la compañía en países con protección legal débil (Dahya, Dimitrov & McConnell, 2000).

Si bien es importante destacar los beneficios de conocer mejor los efectos de la estructura de gobierno y los procesos aportados por la academia en este aspecto, el mayor impacto en el gobierno corporativo es provisto por la efectividad de la acción judicial, civil y penal

(Michaud & Magaran, 2006). Estos autores señalan también la relevancia de la estructura, el proceso y el comportamiento como elementos claves en materia de gobierno corporativo.

La organización es concebida como un conjunto de contratos suscritos y sin suscribir, bajo los cuales existen un proceso de decisión, una definición de los beneficios residuales y los mecanismos para controlar el problema de agencia durante la toma de decisión. Las estructuras de gobierno pretenden reducir el problema de la separación entre la propiedad y el control allí donde se presentan factores como el riesgo, las decisiones de gestión y decisiones de control, según Fama y Jensen (1983). Estos autores aducen que el común de los sistemas de control en la toma de decisiones de las organizaciones de todo tipo son las jerarquías, donde las iniciativas de los agentes de nivel inferior se transmiten a los agentes de nivel superior, en primer lugar para la ratificación y luego para el seguimiento. Las jerarquías de decisión de este tipo se encuentran en las grandes sociedades anónimas abiertas, grandes asociaciones profesionales, grandes mutuales financieras y grandes organizaciones no lucrativas.

1.2 Marco conceptual

Con el fin de tener mayor claridad sobre las tendencias y el comportamiento de las corporaciones en materia de gobierno corporativo, se hace necesario estudiar los

modelos que tradicionalmente se han desarrollado en el mundo. Históricamente se encuentran dos visiones: la angloamericana y la europea (Sheehy, 2004).

En el enfoque angloamericano los intereses de los accionistas priman sobre cualquier otro interés. Es un modelo muy atractivo para los inversionistas que procuran la búsqueda de mayores retornos aunque tengan que ignorar los costos sociales. La corporación bajo este modelo se compone de un grupo de desconocidos, llamados accionistas, que invierten juntos, una junta directiva preocupada por ellos y un gerente.

En la perspectiva alemana se presenta un gobierno de dos niveles: una junta elegida por los accionistas y otra junta con participación de los empleados conformada por ellos mismos. Son corporaciones familiares que procuran el entrenamiento de sus empleados en beneficio de la corporación (Goergen, Manjon & Renneboog, 2004).

Por otra parte, la concepción japonesa es una fusión de los modelos angloamericano y alemán con la tradición nipona. Este enfoque toma lo mejor de cada modelo: rechaza la primacía del accionista ya que sus intereses es lo menos importante. Su prioridad es la corporación en sí misma, los clientes, los empleados, los acreedores y finalmente el accionista.

En la tabla 1 se presenta un comparativo entre los modelos mencionados.

Tabla 1
Modelos de gobierno corporativo

Modelos	Ventajas	Desventajas	Implicaciones en Latinoamérica
Anglo-americano	<ul style="list-style-type: none"> • Es muy conocido. • Entrega buenos rendimientos. • Para economías en auge el valor de la acción aumenta rápidamente. • Prima el Accionista. 	<ul style="list-style-type: none"> • Enfoque de corto plazo: no se preocupan por la permanencia de la empresa al largo plazo. • Conjunto de desconocidos que invierten juntos. • Dirigidos por la Junta Directiva y el Gerente que buscan satisfacer sus intereses personales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Para economías débiles no funciona muy bien por los altos costos sociales que puede tener asociados. • La cultura y los valores propios del modelo son difíciles de transmitir a la cultura latina.
Alemán	<ul style="list-style-type: none"> • Los trabajadores se preocupan por la corporación y, por tanto, tienen menos descanso laboral. • Visión estratégica. • Menos colapsos. • Perspectivas muy atractivas para el inversionista extranjero. • Alta Calidad, y son muy competitivas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Los seres humanos deben ser vistos por igual y se deben potenciar sus capacidades. • Se pueden generar conflictos entre los empleados. • Explotación del empleado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Manejo de los sindicatos. • Administración y participación del recurso humano.
Japonés	<ul style="list-style-type: none"> • Tiene los mejores elementos del derecho alemán, japonés y americano. • Todos trabajan por la supervivencia de todos. • Empleo vitalicio. • Prima en su orden: la corporación misma, los clientes, empleados, acreedores y accionistas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Al ser tan colectivista no hay efectividad en las actividades de bajo funcionamiento. 	<ul style="list-style-type: none"> • Es atractivo para los inversionistas extranjeros y genera beneficios a los grupos de interés.

Fuente: Elaboración propia

1.3 Marco histórico

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) tuvo sus inicios en 1961. Está integrada por países de todo el mundo con la finalidad de buscar el mayor crecimiento sostenible, una sana expansión económica y del mercado mundial. A partir de 1998 se establecieron normas y lineamientos relacionados con el tema de gobierno corpo-

rativo, dando origen, en 1999, a lo que se conoce como los principios de gobierno corporativo de la OCDE. Estos principios son referencia para países miembros o no de la organización, hasta el punto de ser adoptados por el Foro de Estabilidad Financiera como una de las normas fundamentales para garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero. También fueron acogidos por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional como componentes básicos dentro de sus lineamientos.

Según la OCDE, los principios constituyen un apoyo, orientación y sugerencias a los gobiernos, inversionistas e instituciones en general para la implementación de las normatividades aplicadas al establecimiento de un buen gobierno, en concordancia con el entorno político, económico, social, legal y cultural de cada país.

A este respecto, en Colombia no existía un solo código en el país hasta el año 2001 cuando, con la Resolución 275 se consolidó la normatividad sobre el gobierno corporativo. Con base en dicha resolución, entidades directamente vinculadas al sistema financiero, lideradas por la Superintendencia Financiera de Colombia, emprendieron en 2005 el desarrollo de un código de mejores prácticas corporativas, el cual integra temas como la asamblea general de accionistas, junta directiva, revelación de información y solución de controversias. Se buscó con ello apoyar las iniciativas del gobierno nacional y las tendencias mundiales (International Finance Corporation, 2008; Standar & Poor's, 2002), hacia el desarrollo de buenas prácticas de gobierno de tal manera que generen beneficios para el sistema económico y financiero del país (Superintendencia Financiera de Colombia, 2006).

En cuanto a calidad de la información y la importancia de hablar un mismo lenguaje, las

regulaciones internacionales han sido enfáticas en materia de control interno en el sentido de garantizar la administración del riesgo y el logro de la eficiencia y eficacia en confiabilidad y cumplimiento de las normas y regulaciones vigentes (Castro y Cano, 2004).

1.4 Marco legal

El aspecto legal ha sido estudiado y los investigadores dan cuenta de una relación directa entre la legislación del país y el gobierno corporativo de las compañías nativas (La Porta, López de Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). Estos analistas han demostrado la importancia de las leyes, normas y regulaciones existentes en la toma de decisiones de inversión por parte del accionista.

En Colombia, las instituciones nacionales han hecho un importante esfuerzo, a partir de la normatividad vigente, en cuanto a lo que significa una adopción de gobierno corporativo (Confecámaras, 2009). Más adelante se comentarán los conceptos que se han incorporado en la legislación y que tratan de abarcar los principios de la OCDE (Pachón, 2007; Gobierno Corporativo, s/f). En la tabla 2 se pueden observar algunas características que han propiciado el lento desarrollo en materia de gobierno corporativo en el país.

Tabla 2

Tendencias negativas en el entorno colombiano para el desarrollo del gobierno corporativo

Propensión de las empresas Colombianas hacia el endeudamiento (Pachón, 2007)
Mercado de Valores de Colombia orientado con énfasis hacia la renta fija (Pachón, 2007)
Alto grado de concentración accionaria (Pachón, 2007)
Desconfianza y poca credibilidad en la eficiencia de la justicia (Marulanda <i>et al.</i> , 2003)
Inestabilidad Jurídica. Modificación en la legislación tributaria e incertidumbre en cuanto a los fallos (Cano, Orduz y Hoyos, 2007)
Improvisación en la formulación de las normas y poca o ninguna consulta a las empresas afectadas por las regulaciones (Cano, Orduz y Hoyos, 2007)
El tema de corrupción (Cano, Orduz, & Hoyos, 2007)

Fuente: Elaboración propia

Según Pachón (2007), no existe un único cuerpo normativo en donde esté estructurado el marco regulatorio relativo al gobierno corporativo. Por el contrario, se encuentra disperso en normas mercantiles y en el estatuto orgánico del sistema financiero.

La Superintendencia de Valores, ahora Superfinanciera, emprendió la tarea de instaurar los requisitos para lograr estándares de gobierno corporativo y logró la expedición de la ley 275 de 2001.

De acuerdo con Luisa Fernanda Elorza (Marulanda et al., 2003), en Colombia existen normas referentes a:

1. **La protección del accionista:** en cuanto a riesgo de expropiación, derecho de voto, tratamiento a las utilidades como mecanismo de protección a los socios, convocatoria de reuniones, en relación con la flexibilidad de la representación en las reuniones, tratamiento de las mayorías, información transparente y oportuna, y derecho de inspección así como otros mecanismos de protección para los socios y acuerdos entre accionistas.
2. **Las Juntas Directivas y Administradores:** en lo que respecta a la definición de administradores, incompatibilidad y elección, deberes y responsabilidades y rendición de cuentas.
3. **Protección de los Acreedores:** con relación a mecanismos de publicidad y prelación de créditos.
4. **Revisión Fiscal:** sólo se obliga para las sociedades por acciones y compañías extranjeras, para algunos topes de activos e ingresos y para aquellas que lo hayan acordado en sus estatutos. No se debe olvidar que los revisores fiscales tienen responsabilidades civiles, penales, administrativas y disciplinarias.
5. **Conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores:** se busca

proteger el libre mercado y los derechos de los accionistas; las empresas deben garantizar mecanismos de control para verificar su cumplimiento.

6. **Información relevante:** se trata de garantizar la transparencia en el mercado mediante la presentación de información clara y oportuna por parte de los emisores.
7. **Acceso a recursos de los fondos de pensiones:** para que los emisores de valores puedan acceder a estos recursos, se deben adoptar medidas de gobierno como las establecidas en la resolución 0275 del 2001, de tal manera que se garantice que el emisor posee un adecuado código de buen gobierno.

No obstante los avances significativos, varios autores (Marulanda et al., 2003; Pachón, 2007; Cano, Orduz y Hoyos, 2007) concluyen que existe poca eficiencia y eficacia en la justicia colombiana. Estos investigadores presentan estudios efectuados por el DANE y el Consejo Superior de la Judicatura en 1997 y 1999 donde se muestra la lentitud de la justicia, los trámites complicados de los procesos y los costos elevados al lado de un servicio deficiente.

Lo anterior constituye un elemento muy importante en las metas que Colombia se ha fijado para la adopción de códigos de buen gobierno, ya que algunos estudios han demostrado que la falta de seguridad jurídica es un elemento negativo para el estímulo a la inversión (De Miguel, Pindado & De la Torre, 2003).

El gobierno nacional, dentro de sus políticas ha optado por emprender el camino de la voluntariedad en la adopción de los códigos: favorece a aquellos agentes que implementen las buenas prácticas y contempla un sistema de autorregulación para cada sociedad además de la normatividad emitida por la comisión de valores del país.

2. Características del Gobierno Corporativo en Colombia

En este apartado se presentan los principios de gobierno corporativo de la OCDE y las normas que en Colombia promueven su cumplimiento. Se han tomado como base los estudios efectuados por Marulanda et al. (2003) y Pachón (2007), así como los de Cano, Orduz y Hoyos (2007).

2.1 Garantía de un marco eficaz para el gobierno corporativo

El marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras. (OCDE, 2004, 17)

La ley 275 de 2001 habla de la voluntariedad condicionada de adoptar prácticas de gobierno corporativo en las sociedades. También hace referencia a este principio cuando menciona la conexión en línea con el depósito centralizado de valor; igualmente, cuando se refiere al Proyecto de ley del mercado de valores.

2.2 Los Derechos de los accionistas y funciones

Clave en el ámbito de la propiedad el marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas. (OCDE, 2004,18)

La ley 275 de 2001 hace referencia a este principio en tres ocasiones: cuando plantea la invitación a la autorregulación, con la mención de reforma estatutaria y al hacer alusión a la desconcentración accionaria.

Este principio también está regulado en las resoluciones 72 de 2001, sobre el trato equitativo de los accionistas, y 157 de 2002, que protege los derechos de los accionistas.

En el Código de Comercio se pueden encontrar varios artículos que regulan este principio. Artículo 123: aumento o reposición de aporte del socio; artículo 126: aporte en especie – valor comercial; artículo 135: solidaridad por avalúo de aportes en especie; artículo 137: aportes de industria o trabajo que no son parte del capital social; artículo 138: aportes de industria o trabajo personal con participación de utilidades; artículo 150: distribución de utilidades socios – procedimiento general; artículo 156: cobro de utilidades debidas a los socios; artículo 161: mecanismos de reforma en sociedades por cuotas o partes de interés, y artículo 184: representación del socio en asamblea o junta de socios.

2.3 Tratamiento equitativo de los accionistas

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos. (OCDE, 2004, 20)

Este principio se refrenda en la resolución 072 de 2001 buscando promover el trato equitativo del accionista.

En el artículo 155 del código de comercio se regula este principio estipulando la mayoría para la aprobación de distribución de utilidades.

2.4 El papel de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo

El marco para el gobierno corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero. (OCDE, 2004, 21)

La ley 275 de 2001 lo establece cuando invita a la autorregulación. Se refiere al deber que tienen las empresas con los grupos de interés de garantizarles protección. Este principio también se regula en dos apartes del Código de Comercio: artículo 154, que habla sobre la reserva social accionaria, y 166, sobre la prueba de la reforma de la sociedad.

El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en su artículo 73, regula las juntas directivas de los fondos de pensiones y cesantías en cuanto a número de miembros y características de los mismos.

2.5 Divulgación de datos y transparencia

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa. (OCDE, 2004, 22)

La ley 275 de 2001, en tres de sus apartados, habla sobre este importante principio: establece los requisitos de divulgación de los mecanismos de gobierno de los emisores al determinar el régimen de revelación mínima y cuando plantea la publicidad de los códigos de buen gobierno.

2.6 Las responsabilidades del Consejo

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas. (OCDE, 2004, 24)

Este principio de la OCDE está regulado en la legislación colombiana por medio de la resolución 116 de 2002 y en varias partes del Código de Comercio: artículo 153, administración de negocios sociales - control; artículo 200, sobre responsabilidad de los administradores; artículo 211, responsabilidad

del revisor fiscal, y el artículo 214 relacionado con la reserva del revisor fiscal en el ejercicio de su cargo.

La ley 964 de 2005 fortalece las normatividades en materia de gobierno corporativo en lo que tiene que ver con el mercado de valores, en relación con las juntas directivas. Allí se establece un mínimo de cinco miembros y un máximo de 10 principales, y exige, a la vez, que al menos el 25% de ellos sean independientes al igual que sus suplentes. También instaura el tema de comité de auditoría con el fin de garantizar el cumplimiento y la gestión integral del negocio.

Adicional a lo anterior, existen otras entidades legítimamente constituidas en Colombia que, complementando los principios de la OCDE, se han pronunciado en temas de importancia con respecto al gobierno corporativo:

1. Algunos artículos del Código de Comercio regulan la protección del inversionista de acuerdo con el tipo de sociedad ya sea colectiva, en comandita o de responsabilidad limitada: artículo 314, que instituye el derecho de inspección de los socios en la sociedad; artículo 315 sobre la asignación de coadministrador por abuso o negligencia de un administrador nombrado de forma condicional; artículo 316, relacionado con las decisiones que requieren voto unánime o mayoría absoluta en la sociedad colectiva, y artículo 318, por el cual se establece la obligación del administrador de rendir cuentas.

Específicamente, con relación al tipo particular de compañía:

Sociedad en comandita: derecho de inspección y pérdida en la sociedad (artículo 328), distribución de utilidades (artículo 332) y decisiones de la junta de socios relativos a la administración - determinación de votos (artículo 336).

Sociedades de responsabilidad limitada: responsabilidad de los socios (artículo 353), número máximo de socios (artículo 356), junta de socios - decisiones (artículo 359) y cesión de cuota (artículo 362).

Sociedad anónima: derecho de los accionistas (artículo 379), acciones de goce o industria - derecho de los accionistas (artículo 380), acciones ordinarias o privilegiadas - privilegio de los titulares (artículo 381), derecho de preferencia en emisión de acciones (artículo 388), adquisición de acciones propias (artículo 396), prohibición a los administradores de enajenar y adquirir acciones - sanciones (artículo 404), derecho de los accionistas a la inspección de libros (artículo 447), distribución de utilidades (artículo 451), reserva legal (artículo 452), incremento en el porcentaje de distribución de utilidades (artículo 454) y pago de dividendos (artículo 455).

Sociedad por Acciones Simplificada (SAS): De acuerdo con Ramiro Rengifo (2009), profesor de la Escuela de Derecho de la Universidad EAFIT, la SAS es una sociedad que se puede considerar cerrada y va en contravía de los objetivos de gobierno hacia sociedades abiertas, transparentes que promuevan la inversión. Las SAS no tienen la capacidad de atraer socios o inversionistas minoritarios y su mayor uso es para los grandes empresarios en su estructura de matrices y subordinadas o para pequeños empresarios con recursos escasos.

Las sociedades cerradas están altamente expuestas a amenazas como conflictos entre los temas familiares y los empresariales, la concentración de poder en el fundador o accionista controlante, la ausencia de preparación para el cambio generacional, la carencia de idoneidad y liderazgo de los administradores, así como la ausencia de procedimientos formales. (Superintendencia de Sociedades, 2009)

Sin embargo, según informa la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio

de Bogotá y Confecámaras, existen unos lineamientos —“Guía colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades cerradas y de familia”— que permiten disminuir o eliminar irregularidades por parte de los organismos vigilantes.

2. En la ley colombiana se encuentran algunas normas que tratan sobre los derechos y la protección a los accionistas. En la Constitución Política de Colombia se trata el tema del riesgo de expropiación. Por su parte, el Código de Comercio habla sobre el derecho al voto (artículo 380) y dispone el tratamiento a las utilidades como mecanismo de protección a los socios (artículos 150 y 155), así como lo relacionado con las convocatorias a las reuniones. La Superintendencia de Sociedades ha establecido lo que tiene que ver con la flexibilidad de la representación en las reuniones. En cuanto al tratamiento de las mayorías, en lo que tiene que ver con la información transparente y oportuna y con respecto al derecho de inspección, el Código de Comercio dicta las regulaciones correspondientes a través de sus artículos 314, 328, 339 y 422. La ley 222 de 1995 establece los acuerdos entre accionistas.

3. La ley colombiana trata temas relacionados con las juntas directivas y los administradores en dos variantes: incompatibilidades y elecciones. Así, el Código de Comercio lo contempla en los artículos 185 y 202. Además, la ley 222 de 1995 legisla sobre deberes y responsabilidades de los administradores

4. En el país se protege también a los acreedores; para ello se encuentran los mecanismos de publicidad, los cuales están supervisados por dos entes reguladores: la Superintendencia de Sociedades y la Oficina del Trabajo. Además, en la Ley 550 de 1999 o Ley de reestructuración empresarial contempla prelación de créditos y caracteriza cinco tipos de acreedores que el Código de Comercio presenta asignándoles un orden de prioridad.

5. Los temas relacionados con la práctica de la revisoría fiscal son tratados en el artículo 2 de la ley 43 de 1990, en el nuevo Código Penal (ley 599 de 2000) así como en el Oficio 220-22253 del 23 de marzo de 2002 y la Circular Externa 33 del 14 de octubre de 1999 de la Junta Central de Contadores.

6. Las normas expedidas por la Superintendencia de Valores que están relacionadas con gobierno corporativo son:

- Resolución 0157 del 15 de marzo de 2002: trata el tema de las conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores.
- Resolución 1116 de febrero 27 de 2000: habla sobre las normas para la representación de los accionistas.
- Resolución número 0932 de diciembre 21 de 2001: incluye lo relacionado con la información.
- Resolución 275 del 23 de mayo de 2001: se refiere a la posibilidad de acceder a los recursos de los fondos de pensiones.

7. Los artículos 13, 58, 60, 61, 64 y 333 de la Constitución Política de 1991 instauran mecanismos para la protección del inversionista.

Adicional a todo lo anterior, existe un mecanismo destinado a los emisores de valores para controlar la evolución del Código de Buen Gobierno, denominado Encuesta de las Mejores Prácticas Corporativas. Esta se debe diligenciar cada año y publicar en las páginas de la Superintendencia Financiera y de cada empresa emisora. La indagación pretende abarcar temas relacionados con la asamblea general de accionistas, juntas directivas, revelación de información financiera y no financiera, y resolución de controversias. Si bien, estas medidas han sido enfocadas hacia las empresas emisoras de valores, es importante

destacar que su adopción no es un impedimento para las corporaciones que deseen incorporar el gobierno corporativo o mejorar su ámbito.

En el año 2002, como parte de un estudio efectuado por MacKinsey & Company y liderado por la Red Colombia Compite, se realizó una encuesta en las ocho regiones principales del país a 88 empresas con diferentes características. Los resultados arrojaron deficiencia en lo que respecta a las juntas directivas y el derecho de los accionistas; en cuanto a la transparencia de la información, su calificación fue superior, y para el tema de responsabilidad social de las empresas, la calificación fue medio alta (McKinsey & Company et al., 2002).

En un estudio realizado para evaluar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas que cotizan en bolsa, se seleccionó una muestra de 57 compañías y se analizaron los elementos fundamentales del código de cada una. Las conclusiones principales que se deducen de los datos recolectados permiten observar que en la actualidad, si bien las empresas han adoptado un código de buen gobierno, este se encuentra con un cumplimiento promedio de 12,7 criterios de mejores prácticas entre 20; las mayores debilidades se presentan en el trato equitativo del accionista, con un cubrimiento del 38%, el funcionamiento de las juntas directivas, con un 63,4% y la revelación de la información con un 65,5% (Langebaek & Ortiz, 2007).

De lo anterior se deduce que la protección al inversionista y la responsabilidad de las juntas directivas permanecen como debilidades en el sistema de gobierno de las empresas colombianas, a pesar de ser dos temáticas fundamentales en el logro de los principios básicos de gobierno corporativo de la OCDE.

En la presente investigación se realizó un estudio basado en las empresas que han adoptado código de buen gobierno y que están registradas en la página de la Superintendencia Financiera a julio de 2009. Se planteó como objetivo evaluar

algunas características de esas empresas, tales como el sector económico al que pertenecen, tipo de entidad, tiempo de adopción del código de buen gobierno y la última modificación de este. En la tabla 3 se presenta la incursión anual de las empresas que han adoptado estas prácticas.

Tabla 3
Penetración de la adopción de gobierno corporativo en Colombia

Año	No. de Empresas	%
2001	12	10%
2002	45	36%
2003	9	7%
2004	10	8%
2005	3	2%
2006	10	8%
2007	8	6%
2008	10	8%
2009	4	3%
No informa	13	10%
Total	124	100%

Fuente: Cálculos propios a partir de Superintendencia Financiera de Colombia (2009)

Como se observa, con la entrada de la ley 275 de 2001 las empresas incursionaron en la elaboración del código de buen gobierno: su adopción por nuevas empresas creció en cada año a excepción de 2005.

En la tabla 4 se aprecia la deficiente preocupación de las empresas por adoptar cambios en los códigos de buen gobierno pese a la elaboración de la Encuesta Código País.

Tabla 4

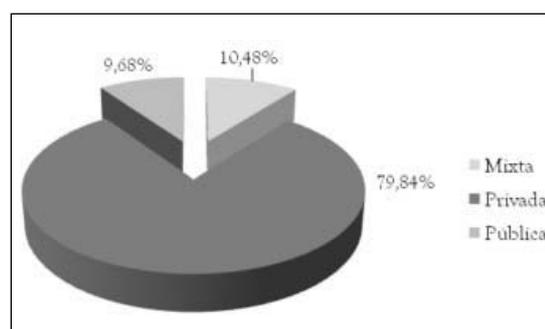
Última modificación al gobierno corporativo

Año	No. de Empresas	%
2002	3	2%
2003	3	2%
2004	1	1%
2006	11	9%
2007	16	13%
2008	18	15%
2009	9	7%
No ha modificado	63	51%
Total	124	100%

Fuente: Cálculos propios a partir Superintendencia Financiera de Colombia (2009)

En las gráficas 1 y 2 se da cuenta de una participación muy importante de las empresas privadas en la adopción del gobierno corporativo. El sector más participativo es el Financiero; lo siguen Comercio y Servicios.

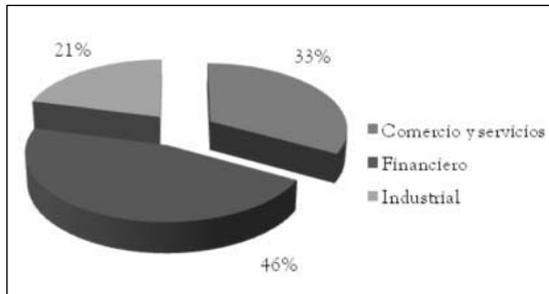
Gráfica 1
Participación de las empresas en la adopción de Gobierno Corporativo



Fuente: Elaboración propia

Muchas firmas ofrecen medidas de gobierno corporativo para mostrar su fortaleza empresarial en esta materia, sin embargo, es difícil definir buen gobierno o mal gobierno cuando las empresas utilizan múltiples mecanismos gubernamentales y muchas son incapaces de predecir su desempeño futuro (Daines, Gow & Larcker, 2009).

Gráfica 2
Participación de los sectores en la adopción de Gobierno Corporativo



Conclusiones

De acuerdo con la resolución 275 de 2001, las juntas directivas de las compañías son los organismos responsables de implementar el control interno, lo que permite a los accionistas e inversionistas hacer un seguimiento detallado de las actividades empresariales. De ese modo, cobra importancia que los miembros de la junta puedan ejercer el control de la gestión pues así garantizan la transparencia, el cumplimiento y la efectividad de los resultados.

Tales mecanismos de control interno, según Pachón (2007), deben quedar en los estatutos de la empresa emisora. Ahora bien, está demostrado que en este aspecto la regulación colombiana carece de efectividad en relación con la eficacia de este control.

La bibliografía consultada deja ver que varios de los principios de la OCDE se encuentran consignados en la legislación nacional; a la vez, destaca la importante labor desempeñada por la Superintendencia Financiera en materia de regulación en el establecimiento de normas que faciliten la adopción del gobierno corporativo. Los autores estudiados mencionan el papel relevante que la Organización Mundial de Comercio (OMC) ha jugado en la búsqueda de la homogeneización relacionada con la revelación de información financiera entre los países miembros. A ese respecto, es importante

mencionar que el 13 de julio de 2009 entró en vigencia la ley 1314

Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento.

De este modo, se estaría cerrando la brecha entre Colombia y la comunidad internacional en materia de revelación de la información financiera.

Otro punto importante dentro del marco regulatorio es el cumplimiento y la capacidad del gobierno para hacer cumplir las normas, por lo cual son trascendentales la eficiencia y la eficacia en el poder judicial.

La Corporación Excelencia en la Justicia, el DANE y el Consejo Superior de la Judicatura han llegado a la conclusión de que la justicia Colombiana tiene rezagos en términos de infraestructura básica, administración y gestión de procesos, generando con ello falta de confianza y poca credibilidad por parte de los colombianos en las instituciones judiciales. El tema de la corrupción es otro elemento preocupante ya que atenta contra los pilares que fundamentan el desempeño de la justicia en un país: independencia, autoridad y organización eficiente.

La legislación colombiana ha establecido, mediante la resolución 275, mecanismos específicos de resolución de conflictos, los cuales debieran incluirse en los estatutos de cada empresa emisora, de manera que se garantice la oportuna solución de los mismos y, con ello, intentar la resolución del problema de agencia.

En la teoría de agencia multitarea, los conflictos de intereses constituyen una problemática en la que no se puede aislar la forma como cada

individuo prioriza la ejecución de las tareas, pues estas dependen de los beneficios derivados de las mismas. El control de esto se podría implementar mediante los indicadores de resultados o un tablero de mando integral con suficiente flexibilidad en cuanto al dinamismo propio del entorno empresarial.

La adopción de códigos de buen gobierno genera confianza en los inversionistas, se refleja en una mejor percepción de la empresa por parte del mercado y facilita la incursión en el mercado de valores al tiempo que promueve su profundización.

Finalmente, los estudios consultados concluyen que es muy importante fundamentar los esfuerzos en materia de gobierno corporativo en dirección a tres pilares claves para la generación de un ambiente de confianza en el mercado de valores: la transparencia, la protección de los inversionistas y el mejoramiento de los parámetros orientados hacia el fortalecimiento de las entidades reguladoras y judiciales.

Bibliografía

Agudelo de Bedout, S. (2009). "Responsabilidad social empresarial, una mirada desde Colombia", *Revista de Negocios Internacionales*, 2(1), pp. 3-11.

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.

Berle, A. & G. Means. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

Bhagat, S. & B. J. Bolton. (2007). "Corporate governance and firm performance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017342>.

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.

Castro, V. R. y C. M. Cano. (2004). "Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza", *Contaduría Universidad de Antioquia*, (44). Medellín, pp. 17-51.

Child, J. & S. Rodrigues. (2003). "Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency", *Journal of Management and Governance*, 7(4), pp. 337-360.

Chisari, O. O. & G. Ferro. (2009). "Corporate governance: the problems, the current stage of the discussion and a measurement exercise for Argentina", *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 16093, Buenos Aires, 144.

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.

Colombia Capital. (s/f). "Fondos de capital privado", www.colombiacapital.com.co. (21 de Mayo de 2009).

Confecámaras. (2009). "Quiénes Somos", www.confecamaras.org.co. (2 de febrero de 2009).

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 University Working Paper No. 1. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1152093>.

De Miguel, A.; Pindado, J. & De la Torre, C. (2003). "How does ownership structure affect firm value? A comparison using different corporate governance systems", <http://ssrn.com/abstract=479322>. (13 de Diciembre de 2009).

- 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>.
- Fama, E. F. (1980). "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, 88 (2), Chicago, pp. 288-307.
- Fama, E. F. & M. C. Jensen. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26.
- 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), pp. 93-126.
- Gobierno Corporativo. (s/f). "Mapa de gobierno corporativo en el mundo", http://www.gobiernocorporativo.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=45. (29 de enero de 2009).
- Goergen, M.; Manjon, A. M. & Renneboog, L. (2004). "Recent developments in german corporate governance", Finance Working Paper, 41/2004 (Revised). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or doi:10.2139/ssrn.539383.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-155.
- Gorbaneff, Y.; Torres, S. y Cardona, J. F. (2009). "El concepto de incentivo en administración. Una revisión de la literatura", *Revista de Economía Institucional*, 11(21), pp. 73-91.
- 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), pp. 135-168.
- 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)
- International Finance Corporation. (2008). "The EU approach to corporate governance: essentials and recent developments", Global Corporate Governance Forum Washington DC. [http://www.ifc.org/ifcext/media.nsf/AttachmentsByTitle/IFC_EUApproach_Final/\\$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/media.nsf/AttachmentsByTitle/IFC_EUApproach_Final/$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf) . (13 de diciembre de 2009)
- Jensen, M. C. (1983). "Organization theory and methodology", *The Accounting Review*, 58(2), pp. 319-339.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Klapper, L. F. & I. Love. (2002). "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets". Policy Research Working Paper Series 2818, The World Bank.
- La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). "Law and finance", *Journal of Political Economic*, 106(6), Chicago, pp.1113-1155.
- Lambson, V. E. & F. E. Jensen. (1995). "Sunk costs and the variability of firm value over time", *The Review of Economics and Statistics*, 77(3), pp. 535-544.

- Langebaek, A. & J. E. Ortiz. (2007). "Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa". Borradores de Economía, (447).
- Lefort, F. (2003). "Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿cómo andamos por casa?", Cuadernos de Economía, 120, pp. 207-237.
- Mackinsey & Company et al. (2002). Prácticas de Gobierno Corporativo en las Sociedades Colombianas.
- Marulanda, G. E. et al. (2003). Libro Blanco de Gobierno Corporativo. Bogota: Confecámaras.
- Dewatripont, M.; Jewitt, L. & Tirole, J. (2000). "Multitask agency problems: focus and task clustering european", Economic Review, 44(4-6), pp. 869-877.
- 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).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2004). Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Paris: OCDE, p. 68.
- Pachón, F. V. (2007). "Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales", Criterio jurídico, 7, Santiago de Cali, pp. 367-402.
- Rengifo Ramiro (2009). "Seminario de Derecho Empresarial: La sociedad por acciones simplificada", Escuela de Derecho Universidad EAFIT, Medellín, pp. 1-22.
- Ross, S. A. (1973). "The economic theory of agency: the principal's problem", The American Economic Review, 63(2), pp. 134-139.
- Sheehy, B. (2004). "The importance of corporate models: economic and jurisprudential values and the future of corporate law", DePaul Business & Commercial Law Journal.
- Shleifer, A. & R. Vishny. (1997). "A survey of corporate governance", Journal of Finance, 52, pp. 734-783.
- Smith, Adams. (1776). "The Wealth of Nations", Libro 5, Capitulo 1. Reimpreso por Putterman Louis y Randall S. Korszner (editores), "The Economic Nature of the Firm, A Reader", 1996, Second edition. Cambridge University Press.
- 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).
- Stiglitz, J. E. (1991). "Symposium on organizations and economics", Journal of Economic Perspectives, 5(2), pp. 15-24.
- Superintendencia de Sociedades. (2009). "Documentos", <http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo.pdf>. (15 de Marzo de 2010).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). "Código de mejores prácticas corporativas- Colombia", http://www.gobiernocorporativo.com.co/documentos/codigo_pais.pdf. Bogotá. (15 de Abril de 2009).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2006). Recuperado el 14 de Abril de 2009, de <http://www.superfinanciera.gov.co/Codigopais/gestores.html>
- Tirole, J. (2001). "Corporate Governance". Econometrica, 68(1), 1-35.
- Ustáriz González, L. H. (2004). "Corporate governance Evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea", Universitas, 107. Bogotá, pp. 137-177.
- "White paper sobre gobierno corporativo en América Latina. (2004). OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>. OECD (5 de Mayo de 2008).
- www.Gobiernocorporativo.com. (s.f.). "Perspectivas Legales del Gobierno Corporativo en Colombia", http://www.gobiernocorporativo.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=11&Itemid=13. (12 de Mayo de 2008).