

Análisis Económico del Derecho Societario

Francisco Reyes Villamizar



MINCIT



**TODOS POR UN
NUEVO PAÍS**

PAZ EQUIDAD EDUCACIÓN

CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

Análisis Económico del Derecho

Aplicación de conceptos microeconómicos al análisis jurídico



Análisis Económico del Derecho

Premisas básicas:

1. Los individuos
son racionales:
“maximizan” su
utilidad



Análisis Económico del Derecho

Premisas básicas:

2. Los individuos responden a incentivos de precios (asimilación con incentivos legales)



Análisis Económico del Derecho

Premisas básicas:

3. El sistema jurídico se puede analizar con criterios de eficiencia



CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

Análisis sobre la dispersión de capital en los Estados Unidos

The Modern Corporation & Private Property

Adolf A. Berle
& Gardiner C. Means

With a new introduction by
Murray Weidenbaum & Mark Jensen

- 1932: Berle y Means
Separación entre la titularidad del capital y el control

Berle y Means: Titularidad del capital en sociedades

Análisis de 144 de las 200 compañías más grandes cotizadas en la bolsa de Nueva York (según número de accionistas)

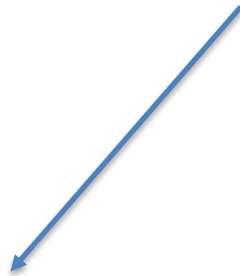
	Railroads	Public utilities	Industrials	Total
Menos de 5,000	10	5	5	20
5,000-19,999	16	11	26	53
20,000-49,999	8	5	26	39
50,000-99,999	3	10	9	22
100,000-199,999	1	3	3	7
200,000-500,000		3		3
Total	38	37	69	144

Berle y Means: Titularidad del capital

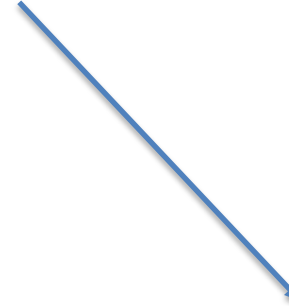
- “La dispersión en la titularidad del capital parece ser inherente al sistema societario [norteamericano]”.

Company	Size of the Largest Holding	Number of Stockholders
Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co	.76%	59,042
Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Rd. Co.	1.36%	12,045
General Electric Co.	1.50%	60,374
Delaware & Hudson Co.	1.51%	9,003
Southern Pacific Co.	1.65%	55,788
Boston Elevated Ry. Co.	1.66%	16,419

Consecuencias que surgen de la dispersión del capital



Se produce una separación entre la titularidad del capital y el control



Los incentivos que motivan a los administradores son diferentes de los de los accionistas

Patrones en la titularidad del capital

EEUU y
Reino
Unido

Capital
disperso



Europa y
Am. Lat.

Capital
concentrado

Consecuencias que surgen de la titularidad del capital



CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

Problemas de agencia

Mandante



Principal



Mandatario



Agent

Información Asimétrica

Los costos se originan en la posible ejecución inadecuada del encargo y de los gastos en que ha de incurrir el mandante para monitorear la actividad del mandatario

Paralelismo de intereses y costos de supervisión (Monitoring expenses)

El *principal* puede reducir el perjuicio respecto de sus propios intereses mediante la creación de incentivos adecuados para el agente, siempre que incurra en costos de supervisión para evitar que la prestación prometida sea ejecutada deficientemente



“Alineación de intereses” (Bonding expenses)

Además, el principal podrá restringir la discrecionalidad del agente para garantizar que no realice ciertos actos perjudiciales u obtener una indemnidad para aquellos casos en que los realice

Inexorables costos de agencia

Es imposible para el mandante o principal garantizar que el agente adoptará decisiones óptimas en interés del mandante, sin que el principal incurra en costos



Inexorables costos de agencia

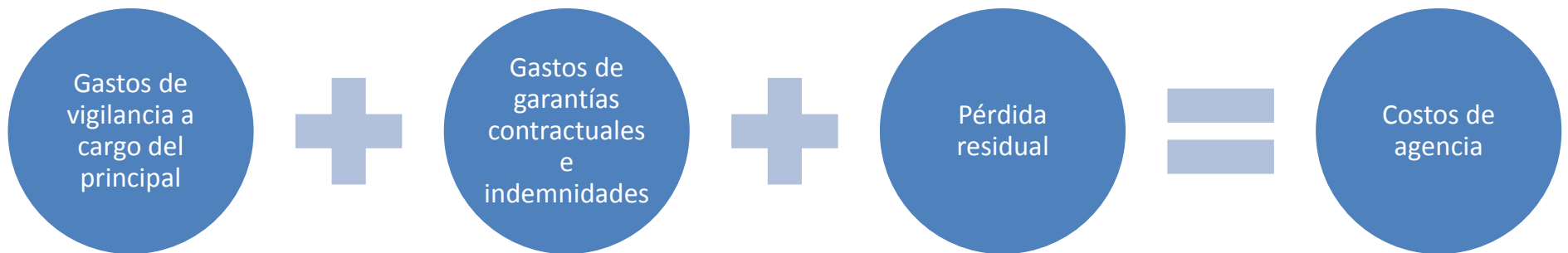
En las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirán en costos positivos de vigilancia y recompensa (tangibles e intangibles)

Además, siempre existirá alguna divergencia entre lo decidido por el agente y lo que habría sido óptimo en términos de riqueza para el principal

La pérdida económica originada en este problema (costo de agencia), es un costo residual para el principal

Cómo calcular los costos de agencia

$$CA = \Sigma(GV + GG + PR)$$



Auditoría de estados financieros,
compromiso de no actuar
dolosamente y limitaciones en la
discrecionalidad del agente

Adam Smith en 1776

“Igual a como ocurre con el mayordomo de un hombre acaudalado, los administradores serán propensos a ocuparse en nimias pequeñeces, en lugar de prestarle atención a los asuntos que conciernen al honor de su patrono, de modo que, con harta frecuencia, procurarán excusarse del cumplimiento adecuado de sus deberes. Así, la negligencia y la prodigalidad habrán de prevalecer, en gran medida, en la gestión administrativa de la compañía”

Problemas de agencia

- Los problemas de agencia varían según el modelo de participación societaria que prevalezca en un determinado sistema

Tres problemas de agencia

MANDANTE	MANDATARIO (Propensión al oportunismo)
Accionistas	Administrador
Accionistas minoritarios	Accionistas mayoritarios
Otros interesados	La sociedad

CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

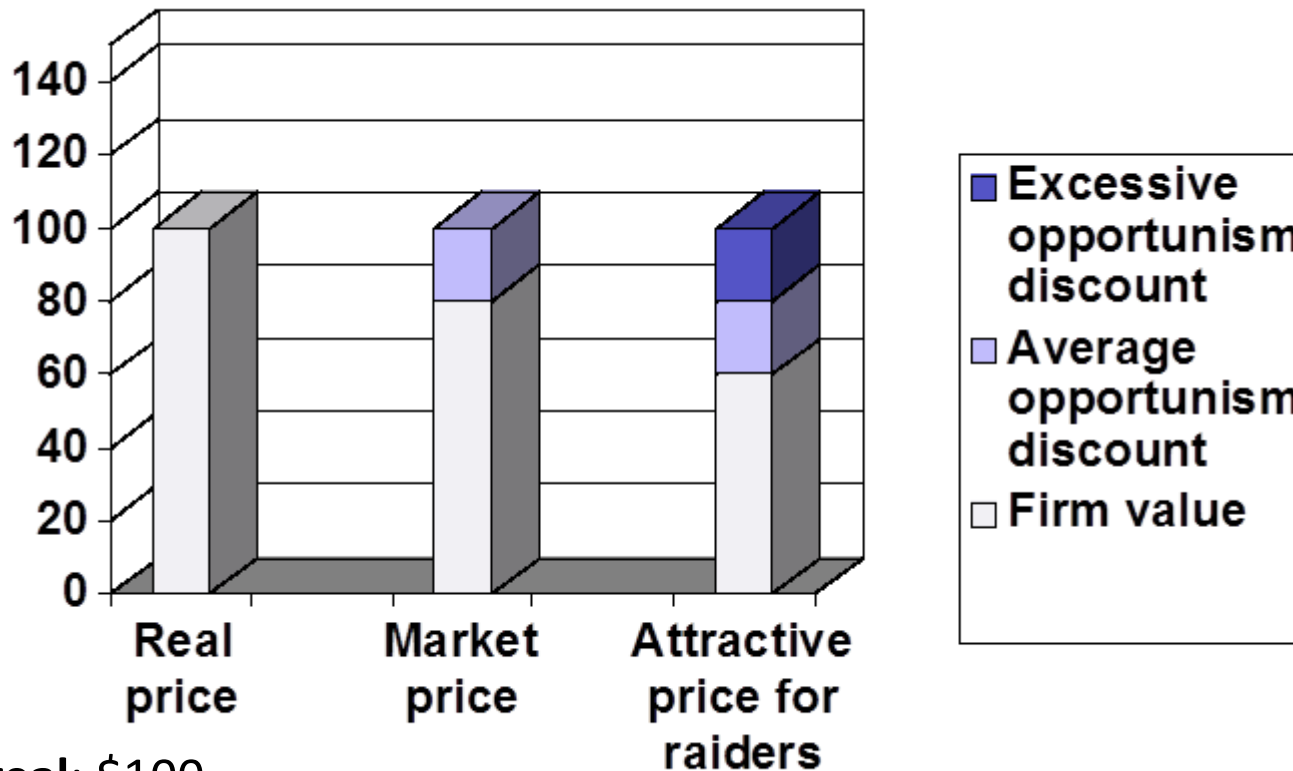
VI. Conclusiones

Competencia por el control societario ("Market for Corporate Control")

- ❖ Henry G. Manne: Relación entre el costo derivado de las actuaciones oportunistas de los administradores y el valor al cual un adquirente estaría dispuesto a adquirir hostilmente el control sobre una sociedad
- ❖ La competencia por el control societario genera incentivos para que los administradores adelanten su gestión de manera adecuada



Análisis de la teoría económica de Manne



Valor real: \$100

Valor de mercado: \$80

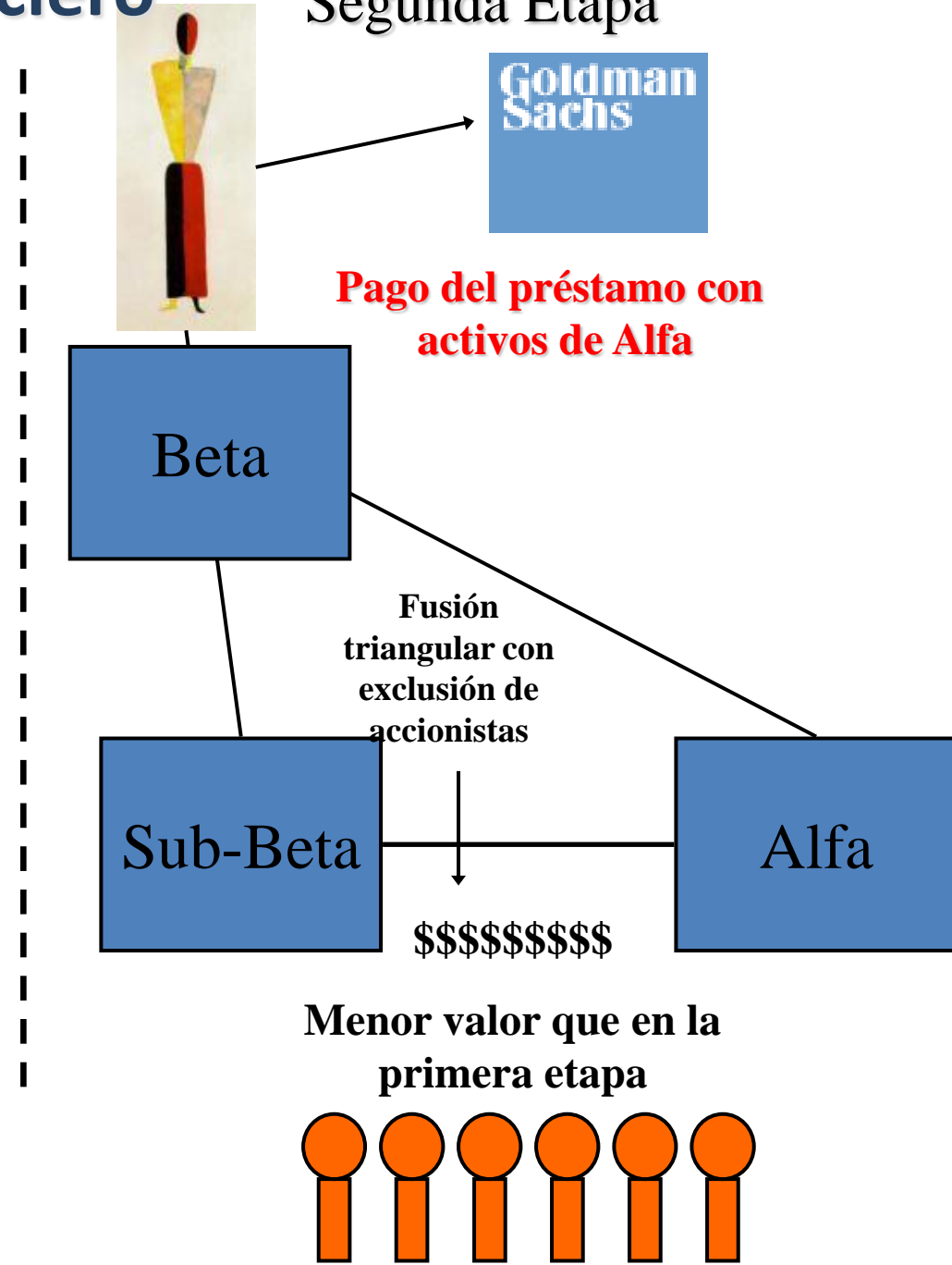
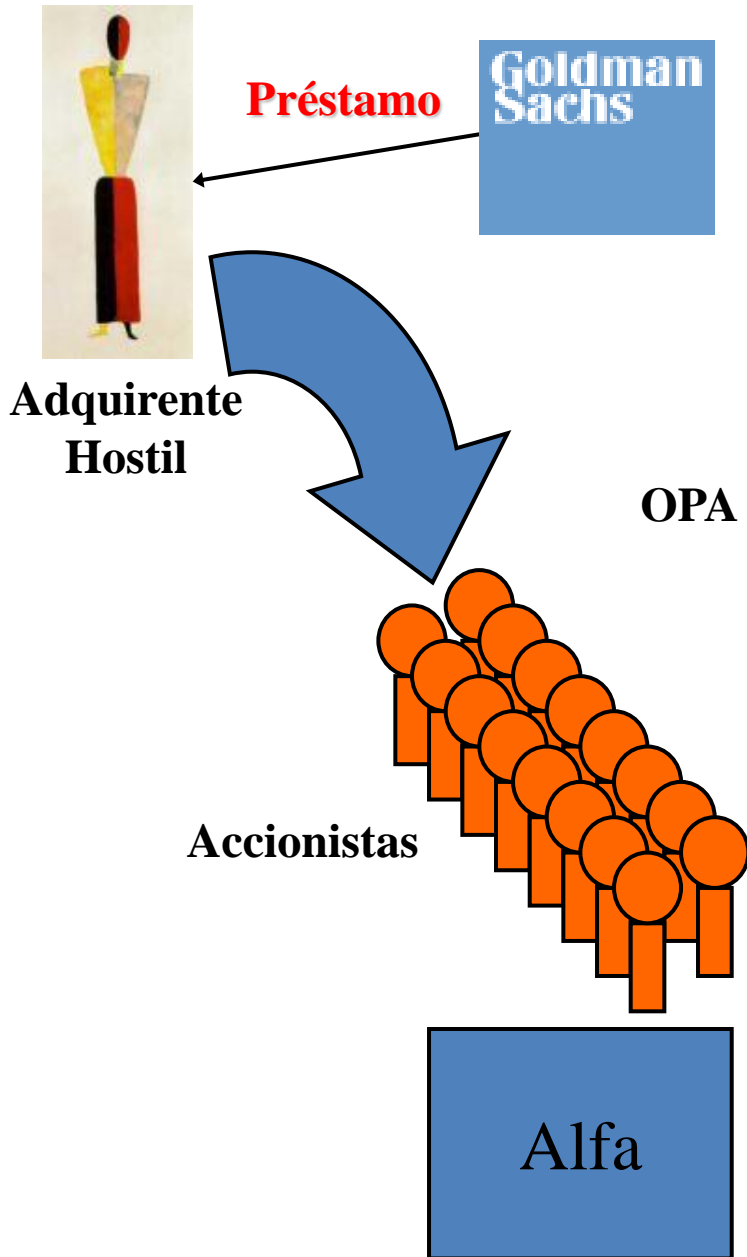
Valor al que se produciría una toma hostil de control: \$60

Adquisiciones Escalonadas con Apalancamiento Financiero

Primera Etapa

Financiero

Segunda Etapa



CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

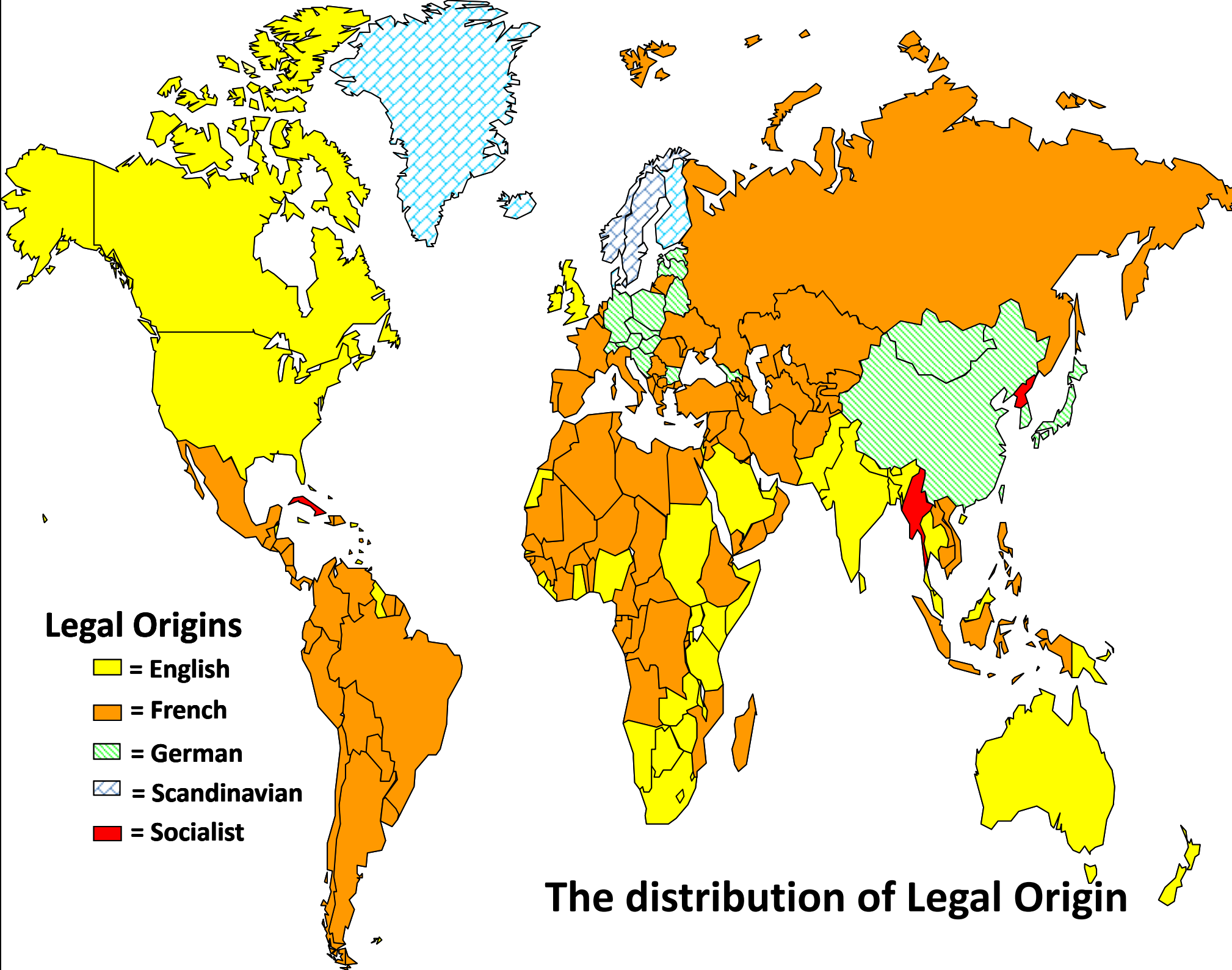
V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

Tradiciones jurídicas

La Porta, López de Silanes, Scleiffer y Vichny (LLSV)

Las características propias de las diversas tradiciones jurídicas (“Legal Origins Theory”) tienen un efecto sustancial en el desarrollo financiero de los países



Legal Origins

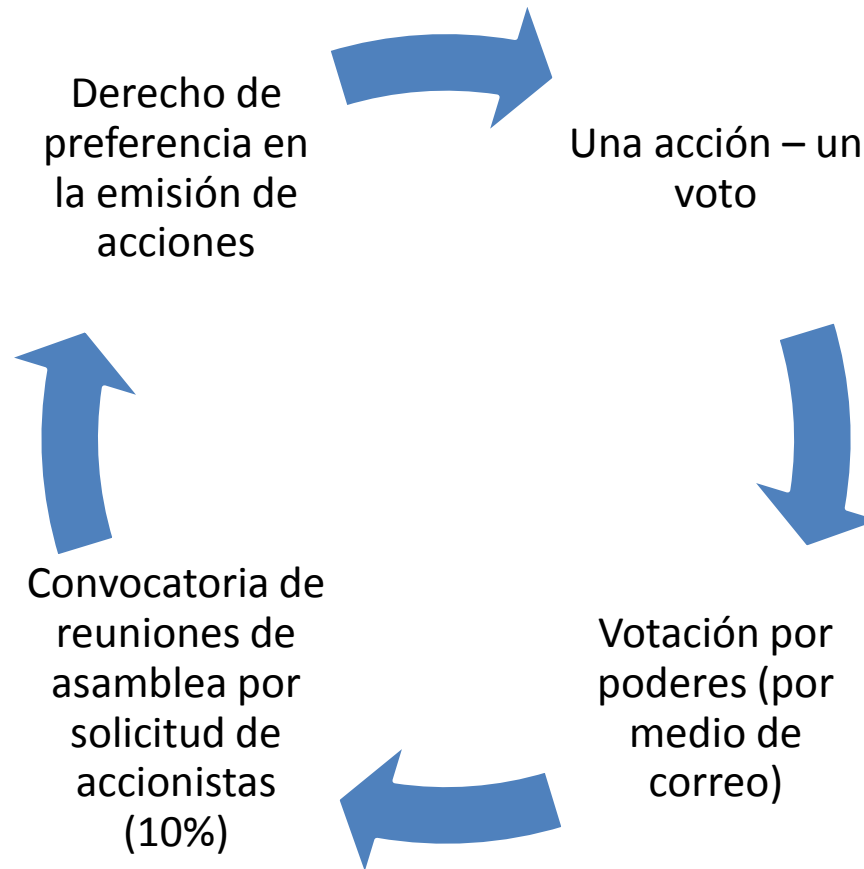
- = English
- = French
- = German
- = Scandinavian
- = Socialist

The distribution of Legal Origin

Relevancia de las tradiciones jurídicas

LLSV:

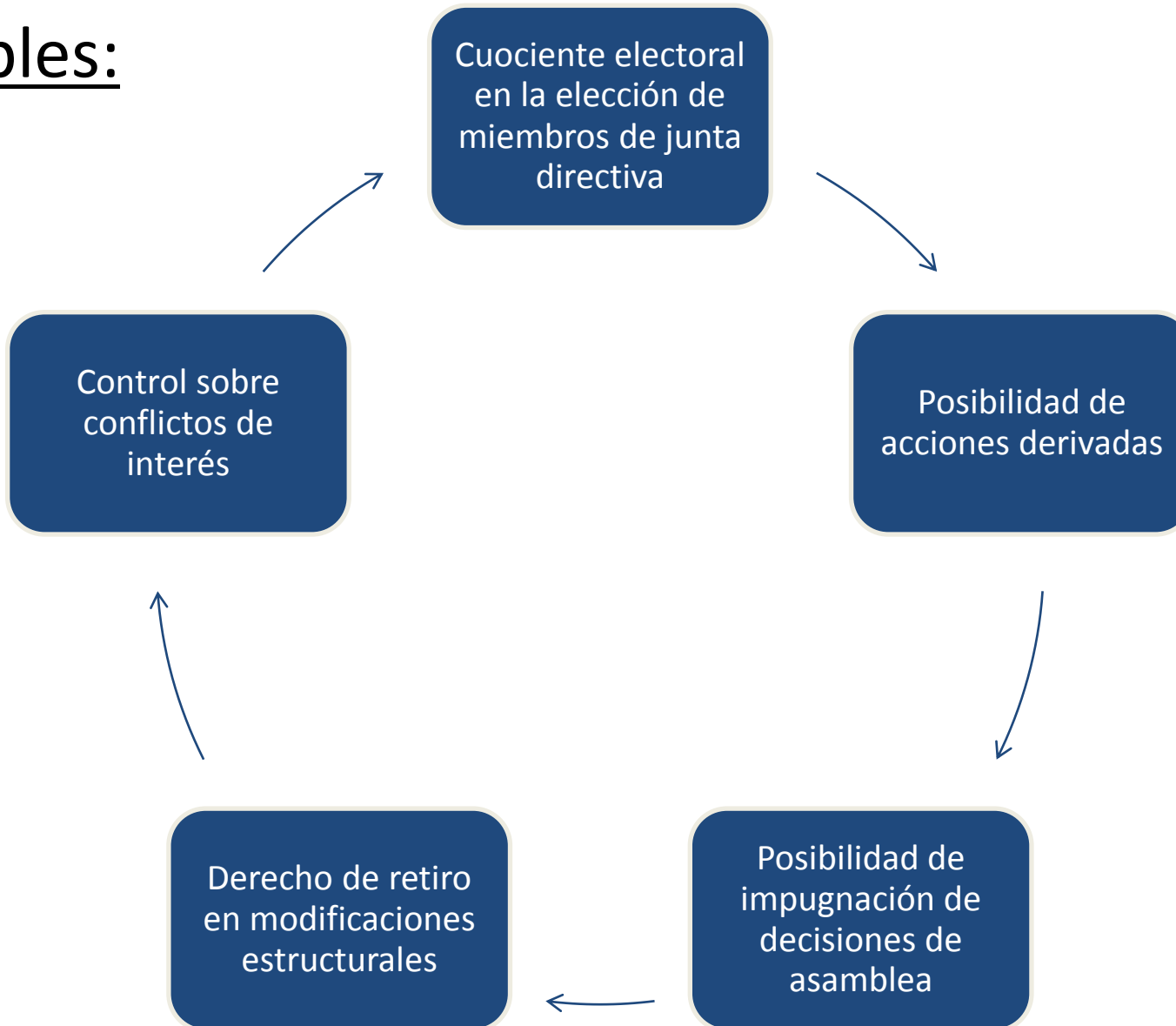
Variables:



Relevancia de las tradiciones jurídicas

LLSV:

Variables:



Control “ex ante” de conflictos de interés (Florencio López de Silanes)

Ex-Ante

Public Enforcement

Regulation and Income

Outcomes

Results

Country	Approval by disinterested shareholders	Disclosure by Buyer	Disclosure by James	Independent review	Ex-ante disclosure	Ex-ante private control of self-dealing
India	0	0.00	1.00	1.00	0.67	0.33
Malaysia	1	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
United Kingdom	1	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
United States	0	1.00	1.00	0.00	0.67	0.33
Average English origin	0.48	0.62	0.95	0.48	0.68	0.58
Brazil	0	0.33	1.00	0.00	0.44	0.22
Chile	0	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50
France	0	0.00	0.50	0.00	0.17	0.08
Mexico	0	0.67	0.50	0.00	0.39	0.19
Average French origin	0.19	0.30	0.63	0.19	0.37	0.28
China	1	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Germany	0	0.33	0.50	0.00	0.28	0.14
Japan	0	0.33	1.00	0.00	0.44	0.22
Korea (Rep.)	0	1.00	0.50	0.00	0.50	0.25
Average German origin	0.14	0.38	0.43	0.36	0.39	0.27
Finland	0	0.33	0.50	0.00	0.28	0.14
Sweden	0	1.00	0.00	0.00	0.33	0.17
Average Scandinavian	0.00	0.73	0.40	0.20	0.44	0.22
Average Civil Law	0.16	0.37	0.55	0.24	0.38	0.27
World Average	0.25	0.44	0.67	0.31	0.47	0.36

T-Stat (numbers in bold are significant at 10%)

Common vs. Civil	2.98	2.28	4.73	2.05	4.23	4.00
French vs Common	2.31	2.68	3.74	2.31	4.05	3.42
French vs German	0.36	0.62	1.60	1.23	0.20	0.15
French vs Scandinavian	1.04	2.36	1.28	0.01	0.59	0.46

Control “ex ante” de conflictos de interés (Florencio López de Silanes)

Country	Disclosure in periodic filings	Standing to sue	Rescission	Ease of holding Mr. James liable	Ease of holding approving body liable	Access to evidence	Ease of proving wrongdoing	Ex-post private control of self-dealing	Anti-self-dealing index
India	0.80	1.00	0.67	0.00	1.00	0.75	0.73	0.76	0.55
Malaysia	1.00	1.00	0.67	1.00	1.00	0.50	0.79	0.90	0.95
United Kingdom	1.00	1.00	0.50	1.00	0.50	1.00	0.80	0.90	0.95
United States	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.95	0.98	0.65
Avg. English origin	0.78	0.90	0.52	0.62	0.74	0.75	0.70	0.74	0.66
Brazil	0.20	1.00	0.33	0.50	0.50	0.25	0.52	0.36	0.29
Chile	1.00	1.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.63
France	0.80	1.00	1.00	0.00	0.50	0.25	0.55	0.68	0.38
Mexico	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.13	0.16	0.18
Avg. French origin	0.42	0.56	0.08	0.30	0.34	0.43	0.34	0.38	0.33
China	0.80	1.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.31	0.56	0.78
Germany	0.40	1.00	0.00	0.50	0.50	0.25	0.45	0.43	0.28
Japan	0.80	1.00	0.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.78	0.50
Korea (Rep.)	1.00	1.00	0.00	0.00	0.50	0.13	0.34	0.67	0.46
Avg. German origin	0.56	0.86	0.00	0.39	0.46	0.51	0.44	0.50	0.38
Sweden	0.40	1.00	0.00	0.50	0.50	1.00	0.60	0.50	0.33
Avg. Scandinavian	0.56	0.80	0.00	0.60	0.50	0.80	0.54	0.55	0.39
Average Civil law	0.47	0.67	0.05	0.35	0.39	0.49	0.39	0.43	0.35
World average	0.56	0.74	0.19	0.43	0.49	0.56	0.48	0.52	0.44
T-Stat (numbers in bold are significant at 10%)									
Common vs Civil	3.89	2.12	6.95	3.02	4.35	4.26	6.40	6.05	6.29
French vs Common	4.13	2.80	5.18	3.24	4.26	5.58	6.72	6.26	5.86
French vs German	1.37	1.97	1.13	1.06	1.59	1.12	2.09	1.98	0.98
French vs Scandinavian	0.89	0.99	0.67	2.30	1.47	4.15	2.77	1.73	0.73

Tradiciones jurídicas

Las conclusiones de LLSV han sido ampliamente controvertidas por la doctrina

Sin embargo, se reconoce por todos que el derecho es relevante en el desarrollo financiero (“Law matters”)

CONTENIDO

I. Introducción

II. Concentración y dispersión de capital

III. Problemas de agencia

IV. Mercado para el control societario

V. Relación entre tradiciones jurídicas y desarrollo financiero

VI. Conclusiones

Conclusiones

- El AED cuenta hoy con una sólida tradición en el mundo académico
- El AED es una metodología útil para la formulación de políticas en Derecho Societario
- Las normas sobre la SAS y el proyecto de Ley 70 de 2015 se basaron en esta metodología



Muchas gracias