



# **PLANES DE COMPENSACIÓN Y GOLDEN PARACHUTES ¿REMEDIOS AL PROBLEMA DE AGENCIA?**

## **COMPENSATION PLANS AND GOLDEN PARACHUTES: SOLUTIONS TO THE AGENCY PROBLEM?**

JUAN PABLO RAMÍREZ BUSTAMANTE\*

*Fecha de recepción: 25 de marzo de 2018*

*Fecha de aceptación: 3 de abril de 2018*

*Disponible en línea: 30 de julio de 2018*

### **RESUMEN**

El presente artículo analiza el problema de agencia existente entre los administradores y los accionistas de las sociedades de capital y dos mecanismos para hacerle frente: los planes de compensación de administradores y los *Golden Parachutes*, una especie de aquellos. Con tal propósito, en el artículo se exponen estas dos figuras, sus posibles ventajas y desventajas, y finalmente la posibilidad de su aplicación en el contexto jurídico y económico colombiano.

**Palabras clave:** problema de agencia; administradores; planes de compensación; *Golden Parachutes*.

### **ABSTRACT**

The following paper studies the agency problem between a corporation's management and its shareholders, and two mechanisms to

---

\* Estudiante de noveno semestre de Derecho de la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Javeriana. Contacto: jramirez-b@javeriana.edu.co

deal with said problem: executives' compensation plans and *Golden Parachutes*, a kind of the latter. For that purpose, both mechanisms are analyzed throughout the article alongside their possible benefits and issues. Finally, the possibility of applying these contractual devices in Colombian economic and legal context is examined.

**Key words:** agency problem; management; compensation plans; *Golden Parachutes*.

## INTRODUCCIÓN

Cuando en 1933 Adolf A. Berle Jr, y Gardiner C. Means examinaron la ruptura de los antiguos conceptos de la propiedad y de la unidad de la empresa privada y descubrieron que, ya en esa época, al tratar con una sociedad se estaba lidiando con dos grupos distintos y a menudo opuestos entre sí, los propietarios por un lado y los controlantes por el otro, y que dicho control tendía a alejarse cada vez más de la propiedad para finalmente reposar en su totalidad en manos de los administradores<sup>1</sup>, lo que encontraron fue una de las cuestiones en torno a las cuales ha girado el derecho societario desde entonces: el problema de agencia existente entre los propietarios y los administradores de una sociedad. El modelo de agencia describe una relación entre dos partes en que una de ellas (el principal) se beneficia cuando la otra (el agente) desarrolla una actividad, y se beneficia más en la medida en que el agente invierta más esfuerzo en la realización de su tarea; el problema surge porque el agente prefiere esforzarse lo mínimo necesario y el principal no puede observar directamente su nivel de empeño<sup>2</sup>. Así, aunque los intereses de ambas partes no son contrapuestos, tampoco están perfectamente alineados. Aplicando este modelo a la situación descrita por Berle y Means, se tiene que el administrador de una corporación es el agente y los propietarios son el principal.

El desalineamiento entre los intereses de principal y agente da lugar a pérdidas de eficiencia, que se conocen como costos de agencia<sup>3</sup>. Estos pueden definirse más precisamente como los costos de estructurar, administrar y hacer cumplir los acuerdos entre las partes más una pérdida residual, representada

---

1 Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Ed. The MacMillan Company, 124. (1933)

2 Eric Posner, *Agency Models in Law and Economics*, John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 92, p. 4 (2000)

3 Ibid.

por la diferencia entre el arreglo alcanzado y uno perfecto<sup>4</sup>. Naturalmente, el principal está interesado en disminuir los costos de agencia, para lo que cuenta con dos remedios principales: el diseño de un contrato que haga que la compensación del agente dependa de su desempeño y la inversión en monitoreo<sup>5</sup>. Puesto que los costos de monitoreo suelen ser altos y en un sistema de propiedad difusa, como el que caracteriza teóricamente a las sociedades<sup>6</sup>, existen pocos incentivos para invertir en ellos ya que todos los accionistas se beneficiarían de los costos en que incurriera cualquier otro socio (lo que los llevaría a ser *free-riders*, con la esperanza de que alguien más se encargara de la vigilancia)<sup>7</sup>, el remedio más típicamente utilizado en el derecho societario es el primero. Esto ha dado lugar a los llamados “Planes de Compensación de los Administradores”, que serán estudiados en este artículo.

Además de los dos mencionados, existe otro remedio para el problema de agencia que se ha venido tratando; dicho remedio podría considerarse “exógeno” a la relación, puesto que no es diseñado por las partes: es el llamado *market for corporate control* (mercado por el control corporativo, en adelante MCC). Este consiste en que, bajo el supuesto de que en las sociedades por acciones estas son por esencia transferibles, las empresas mal manejadas atraerán inversionistas que podrán obtener el control de la sociedad a un precio reducido e instalar una nueva administración. La constante amenaza que esto implica genera incentivos a los administradores para desempeñar bien su función y así mantener elevado el precio de las acciones, lo que se conoce como disciplina de mercado<sup>8</sup>.

Existe una situación especial en que el problema de agencia en cuestión es especialmente severo: cuando la sociedad se enfrenta a la amenaza de un cambio de control. Ante esta perspectiva el problema se agrava puesto que los intereses de principal y agente son potencialmente contrapuestos: esto se debe a que, por un lado, los principales podrían beneficiarse de la prima que el adquirente estuviera dispuesto a pagar a cambio del control, por lo que les podría convenir la operación. El administrador, por otra parte, podría verse perjudicado si

---

4 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 3, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

5 Eric Posner, *Agency Models in Law and Economics*, John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 92, p. 5 (2000)

6 La aplicación de este postulado al sistema colombiano se analizará más adelante.

7 Oliver Hart, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, *The Economic Journal*, mayo de 1995. At 678. Pg.681

8 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, *University of Chicago Law Review*, 1985. At. 89. PG.95

la transacción se llevara a cabo puesto que probablemente el nuevo controlante querría instalar un nuevo equipo en la administración<sup>9</sup>. Para hacer frente a estas particulares circunstancias se ha desarrollado un tipo especial de Planes de Compensación a los que se les ha dado el nombre de *Golden Parachutes* (paracaídas dorados), que son en esencia convenios en virtud de los cuales se otorga a los administradores indemnizaciones sustanciales en caso de que dejen su posición en la sociedad después de que un cambio de control tenga lugar, con el objetivo de alinear sus intereses con los de los socios<sup>10</sup>. Estos mecanismos serán el objeto central de estudio del presente artículo.

El resto del artículo, que se enfocará como ha hecho hasta el momento en las sociedades de capitales, estará organizado de la siguiente manera: en la primera sección se estudiarán los Planes de Compensación de Administradores, su rol como remedio del problema de agencia entre administradores y accionistas y los problemas que pueden presentar. En la segunda sección, que será la central, se abordará el tema de los *Golden Parachutes* y se presentará la discusión en torno a si son un remedio del problema de agencia, especialmente ante la amenaza de un cambio de control, o si por el contrario lo agravan. En la tercera sección se examinará si lo desarrollado hasta ese punto tendría aplicación en Colombia. Finalmente, se concluirá.

## **1. LOS PLANES DE COMPENSACIÓN DE ADMINISTRADORES**

El problema de agencia entre administradores y accionistas se manifiesta, en esencia, en tres tensiones específicas: en primer lugar, la elección del nivel de esfuerzo a emplear, puesto que generalmente el esfuerzo adicional del administrador incrementa el valor de la compañía, pero, puesto que el esfuerzo es un costo para el administrador, aquel se verá inclinado a minimizarlo. Una segunda tensión surge debido a la diferencia en la exposición al riesgo de ambas partes, puesto que en principio los accionistas arriesgan la fracción de su patrimonio que está representada en su inversión en la sociedad mientras que el administrador arriesga el “capital humano” (su reputación y habilidades) que ha construido a lo largo de su carrera. Finalmente, se presenta una tensión por “horizontes diferentes”: mientras que en teoría el interés del administrador en la compañía se limita a la duración de su contrato, el interés de los accionistas

---

9 Ellie G. Harris, *Antitakeover measures, Golden parachutes, and target firm shareholder welfare*, RAND Journal of Economics, invierno de 1990. At. 614. Pg.614

10 Charles R. Knoeber, *Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers*, The American Economic Review, marzo de 1986. At.155. Pg. 156

recae sobre todos los flujos de dinero que recibirán a futuro de la sociedad, cuya duración puede ser indefinida<sup>11</sup>. Lo que esto último implica es que los administradores podrían verse tentados a rechazar proyectos que a pesar de tener un valor presente neto positivo tengan un periodo largo de maduración, en favor de proyectos con un VPN negativo pero que ofrezcan beneficios a corto plazo<sup>12</sup>. Los Planes de Compensación de los Administradores son el mecanismo que se ha elegido comúnmente para hacer frente a estas tensiones.

Los Planes de Compensación son las combinaciones de formas de remuneración que se ofrecen a los administradores de una sociedad y comúnmente incluyen un componente independiente del desempeño de la compañía, como es el salario “base”, y un componente que depende del desempeño, que a su vez puede medirse tomando como referencia el mercado o la contabilidad de la empresa<sup>13</sup>. El objetivo de este último componente, el dependiente del desempeño, es alinear los intereses de principal y agente, haciendo que la remuneración de este último dependa en alguna proporción de los beneficios recibidos por el primero. Además, se ha dicho que la compensación que toma como referencia el mercado es más eficiente que la que toma en cuenta los resultados contables puesto que estos últimos son más fácilmente manipulables<sup>14</sup>. Adicionalmente, los dependientes del mercado, cuya expresión por excelencia son las *stock options* (opciones de adquisición de acciones), son aptos para controlar los problemas de elección del nivel de esfuerzo y de horizontes diferentes puesto que incentivan al administrador a tomar decisiones que aumenten el valor de la sociedad en el largo plazo y lo recompensan por invertir un mayor esfuerzo<sup>15</sup>.

Las *stock options*, que han venido ganando popularidad desde los años cincuenta, consisten básicamente en el derecho que se concede a su beneficiario de adquirir en el futuro una cantidad estipulada de acciones de la sociedad a un precio determinado con anterioridad, generalmente el precio de mercado del

---

11 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 11, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

12 Jeniffer J. Gaver, *Incentive Effects and Managerial Compensation Contracts: A Study of Performance Plan Adoptions*, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1992. At 137. Pg. 139

13 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 12, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

14 Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, *Journal of Corporate Law Studies*, abril de 2011. At. 99. Pg.104

15 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 13, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

momento en que se otorga la opción<sup>16</sup>. De esta manera, el administrador podrá beneficiarse de los aumentos de valor que experimente la acción, y por tanto teóricamente la sociedad, como consecuencia de su gestión. Por este motivo, los Planes de Compensación con una alta proporción de *stock options* crean una estrecha relación entre la compensación del administrador y el desempeño de la firma<sup>17</sup>, lo que es deseable desde la perspectiva del modelo de agencia. En este orden de ideas, se ha dicho que entre los beneficios de este modo de compensación se encuentran, además de que provee el vínculo más directo entre desempeño de la sociedad y compensación del administrador, el que permite atraer administradores capacitados y mantenerlos en la compañía y el que las remuneraciones dependientes del desempeño son generalmente más aceptables para los accionistas que las compensaciones fijas por sumas elevadas<sup>18</sup>.

A pesar de las virtudes que se atribuyen a los Planes de Compensación de los Administradores en general y a los que contienen *stock options* en particular, algunos sectores de la doctrina han llamado la atención respecto de los problemas a que pueden dar lugar. Por una parte, se ha dicho que los administradores podrían utilizar los Planes de Compensación para extraer rentas de la sociedad mediante la “captura” de la Junta Directiva, organismo generalmente encargado de establecer los términos de su vinculación laboral, lo que les permitiría manipular la fijación de los criterios que se utilizarán para evaluar su desempeño y en consecuencia fijar su remuneración<sup>19</sup>. Por otro lado, se ha dicho que estas formas de compensación pueden afectar adversamente el nivel de riesgo que el administrador está dispuesto a aceptar, aunque la doctrina no es unánime en cuanto a la forma en que lo harían: para algunos, vincular muy estrechamente la remuneración del administrador al rendimiento de la empresa puede llevar a aquel a evitar el riesgo excesivamente, lo que sería ineficiente<sup>20</sup>. En sentido opuesto, se ha dicho que los administradores con *stock options* pueden verse incentivados a asumir niveles excesivos de riesgo en las decisiones de la sociedad, debido a que están protegidos frente a las posibles pérdidas pero se beneficiarían de las ganancias que se obtuvieran<sup>21</sup>.

---

16 Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, Journal of Corporate Law Studies, abril de 2011. At. 99. Pg.109

17 Ibid. Pg. 110

18 Ibid. Pg.111

19 Ibid. Pg.104

20 Randolph P. Beatty y Edward J. Zajac, *Top Management Incentives, Monitoring, and Risk-bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings*, Academy of Management Best Papers Proceedings No.7, 1990. At. 7.

21 Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, Journal of Corporate Law Studies, abril de 2011. At. 99. Pg.113

En vistas de lo anterior, Bebchuk y Fried han propuesto algunos aspectos a tener en cuenta al diseñar un Plan de Compensación ligado al desempeño de la compañía para evitar que el que se espera sea un remedio del problema de agencia resulte siendo parte de la enfermedad. Así, han dicho que en primer lugar se debería filtrar los aumentos en el precio de la acción que no se deban a la labor del administrador sino al comportamiento de la industria o del mercado, de manera que no se le compense injustificadamente. Esto se podría lograr ligando el precio de ejercicio de la opción (es decir, el precio al que la podrá adquirir el administrador) a un índice del sector o del mercado, o condicionando su activación a la consecución de determinadas metas de desempeño individual de la sociedad<sup>22</sup>. En segundo lugar, el precio de ejercicio de la opción debería fijarse caso por caso teniendo en cuenta factores como el nivel de aversión al riesgo del administrador, la duración de su contrato y los proyectos disponibles, de manera que se le pueda ofrecer incentivos para esforzarse y tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía<sup>23</sup>. Finalmente, se debería limitar la facultad del administrador de enajenar las acciones adquiridas al ejercer la opción, de manera que el efecto positivo de la vinculación entre su compensación y el desempeño de la empresa se mantenga en el tiempo<sup>24</sup>.

Habiendo ya examinado los Planes de Compensación de los Administradores y uno de sus componentes principales (o cuando menos más populares), las *stock options*, es momento de pasar al estudio de una de sus modalidades más particulares, los *Golden Parachutes*, y las controversias que estos suscitan.

## 2. GOLDEN PARACHUTES

Un *Golden Parachute* es un Plan de Compensación especial que brinda a su beneficiario un conjunto de privilegios, tales como pagos en efectivo, aceleración en el vencimiento de *stock options*, el pago de seguros de salud o planes de pensión<sup>25</sup>, a los que tendrá derecho en caso de que la compañía que administra sea adquirida (o, más exactamente, sufra un cambio de control) y como consecuencia

---

22 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Verano de 2003. At. 71. Pg. 83

23 Ibid. Pg. 84

24 Ibid. Pg. 85

25 El elemento más común de estos Planes de Compensación es el pago de una suma de dinero usualmente relacionada con el salario del beneficiario. De esta manera, podría consistir en el pago de lo equivalente, por ejemplo, a tres años de salario (lo que, de acuerdo a las observaciones de varias de las fuentes consultadas, sería lo más corriente).

pierda su empleo<sup>26</sup>. Su principal finalidad, como ya se anunció, es hacer frente al grave problema de agencia que se presenta entre administradores y accionistas cuando existe la amenaza de un cambio de control. Ante esta situación, por un lado, se presentan para los accionistas la posibilidad de beneficiarse del aumento en el valor de la compañía que, se ha observado, suele acompañar una toma de control exitosa<sup>27</sup> o la posibilidad de acceder a la prima de control que el adquirente estaría dispuesto a pagarles por sus acciones. De esta forma, les convendría que el administrador hiciera todo lo que estuviera a su alcance para que la negociación fuera exitosa<sup>28</sup>. Sin embargo, el éxito de la operación podría imponer importantes costos personales al administrador: básicamente, la pérdida de su empleo<sup>29</sup>, puesto que la administración de la compañía objeto de la toma de control es con frecuencia remplazada después de que esta tiene lugar<sup>30</sup>. Así, en principio, el administrador tendría incentivos para oponerse al cambio de control.

Antes esta perspectiva, los *Golden Parachutes* fueron concebidos como una medida para alinear los incentivos de accionistas y administradores en situaciones como la descrita<sup>31</sup>. Puesto que compensan los ingresos que dejaría de percibir durante un periodo más o menos largo, ofrecen al administrador una especie de seguro frente al incierto futuro que enfrentaría en caso de perder su empleo. Así, en teoría le permiten actuar con objetividad frente a la operación proyectada, de manera que no anteponga sus intereses (mantener su posición en la empresa y la estabilidad que esta conlleva) a los de los accionistas<sup>32</sup>. Al compensar los costos personales que tendría que afrontar, un *Golden Parachute* permitiría al administrador extraerlos del análisis costo-beneficio de la operación; de este modo, estaría en capacidad de ponderar los méritos de una

26 Peer C. Fiss, Mark T. Kennedy & Gerald F. Davis, *How Golden Parachutes Unfolded: Diffusion and Variation of a Controversial Practice*, Organization Science, julio-agosto de 2012. At. 1077. Pg. 1078

27 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 17, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

28 La extensión de la injerencia que el administrador tendría en esta operación dependería de la modalidad en que ella se diera.

29 Michael C. Jensen, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, Journal of Economic Perspectives, Invierno de 1988. At. 21. Pg. 40

30 Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory* p. 118, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)

31 John A. Pearce II & Richard B. Robinson Jr., *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*, Business Horizons, septiembre-octubre de 2005. At. 15. Pg. 19

32 Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, "Golden Parachutes": A Closer Look," California Management Review, verano de 1984. At. 111. Pg. 120



oferta con base únicamente en los beneficios que aportara a los accionistas<sup>33</sup>. En esta línea, se ha encontrado que la adopción de *Golden Parachutes* está relacionada con un incremento en la prima de adquisición que pueden esperar los accionistas, puesto que dicho Plan de Compensación aumenta la probabilidad de ocurrencia de una toma de control exitosa<sup>34</sup>.

Aunque el efecto de alineación de intereses es la principal virtud que se atribuye a los *Golden Parachutes*, sus defensores también les adjudican otros beneficios. El principal de estos efectos “accesorios” está relacionado con la capacidad de la compañía de atraer y retener capital humano valioso. En cuanto a lo primero, el “paracaídas” puede funcionar como una herramienta de reclutamiento, sirviendo para atraer administradores capacitados para devolver una compañía en peligro a un nivel satisfactorio de rentabilidad<sup>35</sup>. Por otra parte, se sugiere que los *Golden Parachutes* pueden estimular a los altos ejecutivos a permanecer al frente de la empresa durante periodos difíciles, incluyendo el que rodea una toma de control, cuya incertidumbre inherente podría ser de otra manera suficiente para hacerlos abandonar la nave<sup>36</sup>.

Una última función que se ha atribuido a este mecanismo de compensación es el de servir como herramienta disuasoria de las tomas de control. Ya que pueden ascender a sumas importantes, los *Golden Parachutes* deberían ser tomados en cuenta como parte del precio por parte del adquirente, lo que podría llevarlo a reevaluar su intención<sup>37</sup>. Sin embargo, la bondad de este efecto es cuestionable, puesto que, como se verá más adelante, podría llevar al atrincheramiento de una administración ineficiente, lo que sería perjudicial para la compañía y sus accionistas.

Habiendo ya anticipado un primer posible efecto adverso de los *Golden Parachutes*, el de permitir el atrincheramiento de la administración, se pasará a su análisis y el de las otras desventajas que se han atribuido a estos mecanismos de compensación. La potencialidad de propiciar el atrincheramiento se enmarca en

---

33 Wallace N. Davidson III, Theodore Pilger & Andrew Szakmary, *Golden Parachutes, Board and Committee Composition, and Shareholder Wealth*, *The Financial Review*, 1998. At. 17. Pg. 18

34 Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, *Journal of Corporate Finance*, 2014. At. 140. Pg. 141

35 Jocelyn D. Evans & Frank Hefner, *Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for All Stakeholders*, *Journal of Business Ethics*, 2009. At. 65. Pg. 66

36 Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, “Golden Parachutes”: A Closer Look,” *California Management Review*, verano de 1984. At. 111. Pg. 120

37 Ibid.

un fenómeno más amplio, que constituye quizás el mayor problema que, se ha dicho, puede causar este tipo de acuerdos: se trata del debilitamiento del poder disciplinante del *market for corporate control*<sup>38</sup>. Este, que como ya se dijo es un remedio exógeno del problema de agencia que se ha venido tratando, puede explicarse de manera simplificada de la siguiente manera: si existe una compañía que vale actualmente  $v$ , pero correctamente administrada podría valer  $v + g$ , cualquier participante en el mercado que disponga de los recursos suficientes estaría dispuesto a adquirirla pagando  $v$  (o incluso cualquier precio menor a  $v + g$ ) y designar una administración eficiente y así ganar la diferencia entre el precio pagado y el valor potencial de la compañía<sup>39</sup>. Esta constante amenaza de que la sociedad que dirigen sea adquirida y por lo tanto sean remplazados en teoría incentiva a los administradores a ser diligentes y mantener a la compañía en su valor óptimo.

Sin embargo, los *Golden Parachutes* debilitan este efecto al menos de dos formas. En primer lugar, puesto que disminuyen los costos que un cambio de control impondría al administrador o incluso hacen que dicha operación le sea beneficiosa (debido a la elevada compensación que recibiría), disminuyen o eliminan la disciplina de mercado generada por el *market for corporate control* y llevan a lo que se ha llamado *managerial slack*<sup>40</sup>, es decir el empleo de un nivel de esfuerzo inferior al óptimo por parte del administrador que no se siente amenazado por las posibles consecuencias de ello. Al respecto, se ha llegado incluso a decir que los *Golden Parachutes* serían recompensas, muchas veces multi-millonarias, a ejecutivos que han administrado una compañía tan ineficientemente que su valor de mercado se ha reducido al punto que ha hecho su adquisición un negocio tentador<sup>41</sup>.

Por otra parte, como ya se anticipó, los *Golden Parachutes* pueden funcionar como un mecanismo de defensa ante una amenaza de toma de control al imponer unos costos adicionales, potencialmente muy elevados, al adquirente. Así, volviendo a la explicación simplificada del *market for corporate control* que se utilizó atrás, el precio de adquisición de la sociedad pasaría de  $v$  a  $v + GP$ , lo que podría exceder el valor potencial de la compañía ( $v + g$ ) estimado por el posible adquirente y, por lo tanto, le haría desistir de la operación. De

---

38 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, Verano de 2003. At. 71. Pg. 74

39 Oliver Hart, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, *The Economic Journal*, mayo de 1995. At. 678. Pg. 684

40 Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, *Journal of Corporate Finance*, 2014. At. 140. Pg. 150

41 Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, "Golden Parachutes": A Closer Look," *California Management Review*, verano de 1984. At. 111. Pg. 121

esta manera, los *Golden Parachutes* estarían restringiendo las tomas de control eficientes, imposibilitando el funcionamiento del *market for corporate control*, y permitirían a los administradores ineficientes atrincherarse en su posición a expensas del bienestar de los accionistas<sup>42</sup>.

Otro efecto adverso que se atribuye a estos particulares Planes de Compensación es el denominado *selling-out effect*. Este consiste en que, si el paracaídas es suficientemente grande, el administrador puede estar dispuesto a facilitar una adquisición que sabe perjudicial para los accionistas en el largo plazo con tal de obtener los beneficios personales que le traería<sup>43</sup>. De esta manera, el agente podría verse incentivado a apoyar una toma de control ineficiente desde la perspectiva de los principales cuyos intereses representa con el propósito de conseguir una utilidad personal. Este efecto tendería a disminuir los rendimientos a largo plazo que los accionistas podrían esperar percibir, y al reflejarse en el mercado se podría esperar que redujera el valor de la compañía<sup>44</sup>.

Además de lo anterior, se ha encontrado que los administradores de compañías que han adoptado medidas de defensa frente a tomas de control, como podrían ser los *Golden Parachutes*, disfrutaban de niveles de compensación superiores a los corrientes del mercado<sup>45</sup>. Por un lado, esto podría entenderse como una extracción de rentas de la sociedad por parte del administrador, aprovechándose del poder que detenta dentro de esta al tener seguridad de permanecer en su cargo (recordemos que está “atrincherado”)<sup>46</sup>. Adicionalmente, dicho aumento en la compensación dista de lo que podría considerarse contractualmente óptimo, puesto que al proveerle estabilidad laboral a los administradores los accionistas deberían poderles pagar una menor prima de riesgo<sup>47</sup>.

Un último argumento que se ha dirigido en contra de los *Golden Parachutes* y que vale la pena resaltar es el que se ha denominado de *responsabilidad fiduciaria*. Según este, el administrador que se beneficia de uno de estos planes de compensación está “robando” indirectamente una utilidad a quienes representa

---

42 Michael C. Jensen, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, Journal of Economic Perspectives, Invierno de 1988. At. 21. Pg. 40

43 Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, Journal of Corporate Finance, 2014. At. 140. Pg. 151

44 Ibid.

45 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Verano de 2003. At. 71. Pg. 78

46 Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, Journal of Corporate Law Studies, abril de 2011. At. 99. Pg. 113

47 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Verano de 2003. At. 71. Pg. 78

puesto que los está privando de una suma de dinero que, si se respetara la naturaleza de la relación que une a principal y agente, les correspondería. Así, se ha dicho que cada dólar que el adquirente paga al administrador en cumplimiento de lo previsto en su paracaídas es un dólar que habría estado dispuesto a pagar a los accionistas a cambio del control de la sociedad<sup>48</sup>.

### 3. LA DISCUSIÓN EN COLOMBIA

A pesar de que el tema que se ha venido discutiendo ha sido ampliamente estudiado y debatido en otros países, especialmente en los Estados Unidos (como se puede comprobar revisando la procedencia de la bibliografía utilizada), desde al menos la década de los 80, en Colombia no ha recibido la misma atención ni de la academia ni de la sociedad. Pensar que esta falta de protagonismo se deba al desconocimiento de estas figuras sería probablemente un error, teniendo en cuenta que el derecho societario estadounidense ha servido de faro para el desarrollo del colombiano y que, por lo tanto, quienes se dedican al derecho de sociedades en Colombia tienen sus ojos puestos permanentemente en las discusiones e innovaciones del derecho de aquel país. Por este motivo, en el presente acápite se expondrán tres argumentos que podrían justificar por qué, al menos en teoría, la discusión que se ha reseñado no podría darse en los mismos términos en nuestro sistema económico y jurídico.

En primer lugar, podría pensarse que los deberes fiduciarios de los administradores, consagrados expresamente en la Ley 222 de 1995, y que en concreto les exigen “obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios” y guiando sus actuaciones por el interés de la sociedad y de sus asociados<sup>49</sup>, serían suficientes para hacer frente al problema de agencia que ha sido el eje de este análisis. De acuerdo con estas disposiciones, el administrador debería emplear siempre su mayor esfuerzo y, además, tendría que evaluar una posible toma de control sin tener en cuenta los perjuicios que le podría causar y no podría extraer beneficio propio de su posición en la sociedad, ni perpetuarse en ella<sup>50</sup>. Ante semejante panorama, los Planes de Compensación y los *Golden Parachutes* serían simplemente innecesarios.

---

48 Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, “*Golden Parachutes*”: *A Closer Look*,” California Management Review, Verano de 1984. At. 111. Pg. 111

49 Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. 20 de diciembre de 1995. D.O. No. 42.156. Artículo 23.

50 Felipe Suescún de Roa, *Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “pildora venenosa,”* Revista de Derecho Privado (Universidad de los Andes), enero-junio de 2015. At. 1. Pg. 11

El argumento recién reseñado es descartable sencillamente porque dichos deberes existen también en Estados Unidos y han sido ampliamente desarrollados por las Cortes de Delaware<sup>51</sup>. A pesar de su existencia y profundo contenido en dicha jurisdicción, es precisamente este país el que ha “liderado” el debate en torno a los Planes de Compensación y los *Golden Parachutes* y en donde estas figuras han tenido mayor proliferación en la práctica. Por este motivo, este no puede ser el factor que explique la diferencia en la discusión.

Un segundo argumento, que sí podría servir para explicar parcialmente el problema que se viene discutiendo, está relacionado con la estructura societaria imperante en nuestro país. En efecto, Colombia se caracteriza por una gran concentración en la propiedad accionaria<sup>52</sup>. Así, a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, una típica sociedad colombiana tiene un accionista controlante con un porcentaje mayoritario de las acciones y un número de accionistas minoritarios sin mucho poder decisorio. Esta estructura, aún con las desventajas que se le podrían atribuir en comparación con una dispersa, tiene el potencial de hacer innecesarios los mecanismos de control de los administradores y remediar o atenuar el problema de agencia entre accionistas y administración.

Lo anterior se debe a que los accionistas que concentran una cantidad importante de acciones tienen incentivos para invertir en monitorear directamente al administrador, lo que constituye, como ya se explicó, una de las alternativas para enfrentar los problemas de agencia (siendo la otra el diseño de remedios contractuales como los Planes de Compensación). Dichos incentivos únicamente aparecen cuando la participación accionaria tiene el tamaño suficiente para que el monitoreo genere utilidades aun descontando el problema de *free-riding* de los pequeños accionistas al que ya se hizo referencia<sup>53</sup>. En este sentido, se ha encontrado que las inversiones en monitoreo de los grandes accionistas han reducido las pérdidas atribuibles al problema de agencia, por ejemplo, por remuneraciones excesivas a los administradores<sup>54</sup>.

Con base en esto, podría concluirse que los Planes de Compensación no tendrían mayor importancia en el país debido a que el problema de agencia entre administradores y accionistas ya ha sido resuelto mediante un método alternativo. Sin embargo, la concentración accionaria y el control ejercido por

---

51 Ibid. Pg. 5

52 Ibid. Pg. 31

53 Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, Journal of Corporate Law Studies, abril de 2011. At. 99. Pg. 102

54 Edward A. Dyl, *Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem*, Managerial and Decision Economics, vol. 8 1988, at. 21. Pg. 24

el mayoritario sobre la administración podría no estar resolviendo el problema sino desplazándolo a otra relación: la existente entre accionistas minoritarios y administradores, y en últimas la que hay entre aquellos y el mayoritario. Se volverá a hacer referencia a este punto al momento de concluir.

Un último argumento capaz de explicar que la discusión alrededor de los mecanismos de compensación, y específicamente alrededor de los *Golden Parachutes*, no pueda ser en Colombia igual a como ha sido en Estados Unidos, tiene su fundamento también en la concentración de la propiedad accionaria. Dicha característica del sistema societario colombiano explica que en el país se hayan presentado pocas adquisiciones hostiles de control<sup>55</sup>. Esto implica que el *market for corporate control* no existe, o al menos no tiene una magnitud considerable, lo que tendría dos consecuencias sobre la potencial existencia de los *Golden Parachutes*. Por un lado, el riesgo de sufrir una toma de control no sería una amenaza constante, por lo que blindar a la administración de los perjuicios que sufriría y a la vez asegurar que actuara de manera neutral ante tal eventualidad no sería una preocupación importante de la sociedad. Por otra parte, el efecto perverso que se atribuye a los *Golden Parachutes* de debilitar el poder disciplinante del *market for corporate control* podría ser ignorado al discutir la bondad de aquellos en Colombia puesto que se partiría de que dicho mercado, y la disciplina que genera, no existen.

Este argumento merece una salvedad, ya que podría ser que su validez no dure mucho tiempo. Su potencial deceso futuro se debe a que se ha dicho que gracias a factores como el aumento de la inversión extranjera, los acuerdos internacionales de integración (como la Alianza del Pacífico), el incremento del desarrollo económico del país y una mejor redistribución del ingreso podría producirse una democratización de la propiedad accionaria, acercando a la estructura colombiana a la de Estados Unidos<sup>56</sup>, lo que se esperararía produjera un verdadero mercado del control corporativo.

## CONCLUSIONES

Pretender zanjar en este breve artículo una discusión tan compleja y de tan larga duración como es la relativa a la capacidad que podrían tener los Planes de Compensación y los *Golden Parachutes* para remediar el problema de agencia

---

55 Felipe Suescún de Roa, *Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la "píldora venenosa,"* Revista de Derecho Privado (Universidad de los Andes), enero-junio de 2015. At. 1. Pg. 31

56 Ibid.

existente entre administradores y accionistas sería un absurdo. Sin embargo, el análisis realizado permite ofrecer algunas conclusiones referentes a la utilización de dichos mecanismos en el contexto societarios colombiano.

En primer lugar, en lo que tiene que ver con los *Golden Parachutes*, debe recordarse que su mayor problema, el debilitamiento del poder disciplinante del *market for corporate control*, no es relevante debido a que en Colombia no existe en la actualidad dicho mecanismo de mercado. Así, podría pensarse que es positivo que esta desventaja pueda ser descartada. Sin embargo, como esto se debe al poco desarrollo del mercado de valores en el país, la justificación tradicional que se ha dado a los *Parachutes* no sería completamente aplicable: como ya se dijo, puesto que la amenaza de sufrir una toma de control no es un peligro constante, las sociedades no estarían normalmente muy preocupadas por asegurar la neutralidad de sus administradores frente a una eventualidad tan lejana.

A pesar de esto, hay al menos tres motivos por los que no debería descartarse la utilidad de estos especiales dispositivos contractuales. En primer lugar, porque el hecho de que el mercado no esté desarrollado no implica necesariamente que el riesgo de toma de control sea inexistente. En efecto, dicho riesgo podría ser una realidad e incluso podría pensarse que fuera considerable en algunos sectores específicos. Además, no debe olvidarse que los *Golden Parachutes* podrían servir otros propósitos, entre los que destaca el de atraer capital humano. En efecto, incluirlos dentro de Planes de Compensación bien diseñados podría ser una herramienta que diera a la sociedad una ventaja en lo que podría denominarse el “mercado por los administradores”, de manera que pudiera vincular a la administración a los profesionales más capacitados para dirigir la empresa. Finalmente, no debe olvidarse que la posibilidad de que en el futuro la estructura societaria colombiana tienda hacia la democratización y la dispersión no es descartable. Ante esta perspectiva el estudio de figuras como los *Golden Parachutes*, y en general de lo relacionado con el gobierno corporativo en sociedades de capital poco concentrado, sería imperioso; de lo contrario, dicho cambio estructural podría encontrarnos desprovistos de las herramientas para hacerle frente.

Por otro lado, a pesar de que se ha dicho que los Planes de Compensación pierden su relevancia como remedios del problema de agencia en sociedades cuya propiedad accionaria se encuentra concentrada, podría pensarse que dicha concentración, como ya se dijo, en vez de solucionar el problema de agencia lo trasladara a la relación entre accionistas mayoritario y minoritarios. Esto se debería a que, por el control que ejercería sobre el administrador, el accionista mayoritario podría verse tentado a hacerle velar por su interés privado y no el de la sociedad y todos sus accionistas. Los Planes de Compensación podrían

revelarse como una solución idónea a este problema, puesto que bien diseñados podrían ligar la compensación de los administradores a los beneficios percibidos por todos los accionistas. De esta manera, pasarían de ser un mecanismo de protección de la sociedad a ser una defensa de los accionistas minoritarios. El problema, obviamente, sería que los minoritarios podrían tener dificultades para influir en la determinación de la compensación ofrecida a la administración; la intervención del legislador podría ser conveniente para superar esta dificultad particular.

De esta forma puede verse cómo los Planes de Compensación y los *Golden Parachutes*, más que respuestas en sí mismos, dan lugar a muchas preguntas y cómo son, en definitiva, mecanismos difíciles de administrar. Sin embargo, no parece descabellado sostener que bien utilizados puedan convertirse en una herramienta capaz de garantizar los intereses de todos los asociados.

## REFERENCIAS

- Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Ed. The MacMillan Company. (1933)
- Charles R. Knoeber, *Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers*, *The American Economic Review*, marzo de 1986. At.155
- Edward A. Dyl, *Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem*, *Managerial and Decision Economics*, vol. 8 1988, at. 21.
- Ellie G. Harris, *Antitakeover measures, Golden parachutes, and target firm shareholder welfare*, *RAND Journal of Economics*, invierno de 1990. At. 614
- Eric Posner, *Agency Models in Law and Economics*, John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 92. (2000)
- Felipe Suescún de Roa, *Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “pildora venenosa”*, *Revista de Derecho Privado (Universidad de los Andes)*, enero-junio de 2015. At. 1.
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, *University of Chicago Law Review*, 1985. At. 89.
- Jeniffer J. Gaver, *Incentive Effects and Managerial Compensation Contracts: A Study of Performance Plan Adoptions*, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1992. At 137.
- John A. Pearce II & Richard B. Robinson Jr., *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*, *Business Horizons*, septiembre-octubre de 2005. At. 15.
- Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. 20 de diciembre de 1995. D.O. No. 42.156
- Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, *Journal of Corporate Finance*, 2014. At. 140.



- Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Verano de 2003. At. 71
- Michael C. Jensen, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, Journal of Economic Perspectives, Invierno de 1988. At. 21.
- Michael C. Jensen y Clifford W. Smith Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, en RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE (editado por E.I. Altman y M.G. Subrahmanyam, 1985)
- Oliver Hart, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, The Economic Journal, mayo de 1995. At 678.
- Peer C. Fiss, Mark T. Kennedy & Gerald F. Davis, *How Golden Parachutes Unfolded: Diffusion and Variation of a Controversial Practice*, Organization Science, julio-agosto de 2012. At. 1077
- Philipp Geiler & Luc Renneboog, *Managerial Compensation: Agency Solution or Problem?*, Journal of Corporate Law Studies, abril de 2011. At. 99.
- Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, "Golden Parachutes": A Closer Look," California Management Review, verano de 1984. At. 111.
- Randolph P. Beatty y Edward J. Zajac, *Top Management Incentives, Monitoring, and Risk-bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings*, Academy of Management Best Papers Proceedings No.7, 1990. At. 7.
- Wallace N. Davidson III, Theodore Pilger & Andrew Szakmary, *Golden Parachutes, Board and Committee Composition, and Shareholder Wealth*, The Financial Review, 1998. At. 17

