



# **REGLAS DE EXCLUSIÓN DE ACCIONISTAS EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA, ¿ES NECESARIA SU REGULACIÓN EN EL RÉGIMEN SOCIETARIO COLOMBIANO?**

## ***SHAREHOLDER EXCLUSION RULES IN THE STOCK CORPORATION, ¿IS ITS REGULATION NECESSARY IN THE COLOMBIAN CORPORATE SYSTEM?***

JUAN DAVID JARAMILLO LÓPEZ\*  
CARLOS FERNANDO TORRADO FRANCO\*\*

*Fecha de recepción: 04 de octubre de 2020*

*Fecha de aceptación: 15 de mayo de 2021*

*Disponible en línea: 30 junio de 2021*

### **RESUMEN**

La exclusión de accionistas le ofrece la oportunidad a una sociedad de prescindir de un socio cuando las actuaciones de este afectan la realización de operaciones vitales para el futuro de la estructura societaria. Como garantía, el socio excluido recibirá una suma en dinero, que se calculará teniendo en cuenta el valor que tenía su acción en el mercado.

Cabe resaltar que el accionista tendrá la posibilidad de impugnar dicha actuación cuando esta se haya realizado de forma arbitraria. En la actualidad, el ordenamiento jurídico colombiano no prevé la posibilidad de pactar estatutariamente causales de exclusión para la

---

\* Estudiante de décimo semestre de la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá D.C. Contacto: [jaramillo\\_j@javeriana.edu.co](mailto:jaramillo_j@javeriana.edu.co)

\*\* Estudiante de décimo semestre de la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá D.C. Contacto: [carlos.torrado@javeriana.edu.co](mailto:carlos.torrado@javeriana.edu.co)

sociedad anónima, situación que afecta contundentemente la continuidad en el plan de negocios previsto por muchas sociedades.

De esta manera, es importante analizar si realmente se necesita una norma que consagre la posibilidad de excluir estatutariamente a un accionista de una sociedad anónima.

**Palabras clave:** Exclusión de accionistas, sociedad anónima, problemas de agencia, abuso del derecho por parte del controlante.

## **ABSTRACT**

The squeeze-out rules offer an opportunity to the Corporation to exclude a shareholder when his actions affect the performance of vital operations for the future of the corporate structure. As a guarantee, the excluded partner will receive a sum which will be calculated taking into account the value of his or her share in the market. It should be noted that the shareholder will have the possibility to dispute that decision, when it has been carried out arbitrarily. Currently, the Colombian legal system does not provide the possibility of statutorily agreeing squeeze-out rules for the stock corporation, a situation that strongly affects the continuity of the business plan contemplated by many companies.

Because of it, it is important to analyze if it is necessary to create a squeeze-out rule for the stock corporation.

**Keywords:** Shareholder Exclusion, Stock Corporation, Agency Problems, Abuse of Right by majority shareholder.

## **1. INTRODUCCIÓN**

Los orígenes de las avanzadas estructuras societarias que hoy en día predominan y dan impulso a los mercados mundiales se constituyen en postulados que surgen desde el derecho romano e inclusive pueden provenir desde el origen de la humanidad. Esto se debe a que el individuo siempre ha estado en la constante búsqueda de asociarse con otras personas en aras de consolidar un propósito con beneficio común. He aquí la importancia del régimen societario, ya que, a través de este, es que se han afianzado los más grandes avances, transformaciones y desarrollos a lo largo de la historia.

En este sentido, el modelo de agencia se ha encargado de proponer un esquema de incentivos con el fin de enderezar las situaciones de desalineación de

intereses que pueden eventualmente ocurrir al interior de una sociedad. A manera de ejemplo, el principal —que para el presente caso serían los inversionistas— siempre acudirán a un agente especializado —que vendrían siendo los administradores— para encontrar la forma de maximizar y obtener los rendimientos esperados sobre los recursos que aportaron al momento de la constitución de la sociedad. Sin embargo, el éxito de dicha gestión siempre dependerá del esfuerzo y empeño que demande el agente para conseguir la finalidad pactada. En Colombia, el problema de agencia más común ocurre entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, pues el sistema de propiedad accionaria de nuestro ordenamiento se caracteriza por ser de control, en donde los minoritarios, por regla general, estarán sometidos a las decisiones y acciones que tome el controlante respecto al funcionamiento de la sociedad.

Por tal motivo, se puede entonces afirmar que una sociedad debe y tiene que implementar herramientas jurídicas, junto con reglas adecuadas de gobierno corporativo, que le permitan prever y dirimir los potenciales eventos que puedan resultar conflictivos en la gestión de una sociedad. Bajo este escenario, la exclusión de accionistas ha sido considerada desde un sector de la doctrina como una alternativa positiva para que los accionistas puedan aplacar toda situación indeseable que afecte el correcto andamiaje de una sociedad.

A pesar de ello, esta figura no ha gozado de un tratamiento uniforme en la esfera del derecho mercantil; su desarrollo ha sido gradual y progresivo, pues todavía son varios los ordenamientos (incluyendo el colombiano) que no la acogen por considerarla una herramienta abusiva que afecta los derechos del accionista. He aquí la importancia del asunto en cuestión, pues si se llega a consolidar una norma que permita el pacto estatutario de esta figura, siempre y cuando se protejan los derechos de los accionistas minoritarios, se evitaría en la práctica el uso arbitrario del derecho al voto por parte del bloque mayoritario que, por regla general, busca imponer las decisiones al sector minoritario de la sociedad, sin tener en cuenta sus condiciones políticas y/o económicas.

Por tal razón, en este trabajo se estudiará si realmente es necesaria o no la extensión de la figura de la “exclusión de accionistas” al régimen de la sociedad anónima. Lo anterior en atención a que en nuestro ordenamiento jurídico no existe libertad contractual para fijar estatutariamente sus condiciones en la sociedad anónima. Solamente con la expedición de la Ley 1258 de 2008, se abrió la posibilidad de pactarla en las Sociedades por Acciones Simplificadas, comúnmente conocida como la SAS.

Para esto, en primer lugar se explicará la noción y funcionamiento de la figura, con especial énfasis en cómo está regulada en nuestro ordenamiento jurídico. En segundo lugar, se presentará la postura que ha tomado al respecto la Superintendencia de Sociedades en los últimos 15 años. En tercer lugar, se expondrá brevemente su funcionamiento en Estados Unidos y Perú, para posteriormente explicar cómo esta normatividad puede sentar las bases de un marco legal para nuestro ordenamiento jurídico. Por último, para concluir, se explicarán las razones por las cuales se considera que sí es necesaria la existencia de una norma que posibilite el pacto de cláusulas de exclusión de accionistas en la sociedad anónima.

## **2. LA FIGURA JURÍDICA DE LA “EXCLUSIÓN DE ACCIONISTAS”**

### **2.1. Noción**

La exclusión de accionistas es un mecanismo que el ordenamiento jurídico le ha otorgado a determinadas estructuras societarias, con el ánimo de que estas, autónomamente y bajo ciertos parámetros legales, decidan en qué circunstancias y bajo qué procedimiento la sociedad optará por excluir a uno de sus asociados<sup>1</sup> (Jiménez, 2016). Adicionalmente, la exclusión forzosa también puede configurarse en la celebración de negocios jurídicos de diversa naturaleza; por ejemplo, en un proceso de fusión es admisible concertar que los accionistas minoritarios de una sociedad absorbida reciban dinero, en vez de redimir acciones en la sociedad absorbente.

A primera vista, la figura aparenta ser un poco discriminatoria y susceptible de atentar contra los derechos inherentes que un individuo adquiere al momento de ostentar la calidad de asociado. Sin embargo, la exclusión de accionistas se puede considerar como una herramienta eficaz para que los asociados cumplan con oportunidad las obligaciones encargadas y, a su vez, como un mecanismo de defensa<sup>2</sup> (Bonardell & Cabanas, 1998) para que la sociedad mantenga su

---

1 En palabras de Jiménez (2016), la exclusión de socios puede ser definida como la pérdida forzosa de la condición de socio, impuesta por acuerdo de los demás socios ante el incumplimiento de alguna de las obligaciones sociales establecidas en la ley o motivada por la aparición de cualquier causa prevista en los estatutos de la sociedad (p. 6).

2 Bonardell y Cabanas (1998) sostienen que “la exclusión como remedio técnico, es un mecanismo de defensa que permite la conservación de la empresa, pues se extinguirán las relaciones con el miembro transgresor, amortizando su cuota, y continuando la sociedad entre el resto de sus componentes, sin que dicha salida forzosa implique la disolución de la sociedad” (p. 141).

buen nombre y estabilidad económica ante posibles conductas indeseables y/o dañosas por parte de sus accionistas<sup>3</sup>. (Rossi & Castorino, 1995).

No obstante lo anterior, su utilización arbitraria puede ocasionar un ejercicio abusivo del derecho por parte de quienes han hecho parte de dicha determinación<sup>4</sup> (Reyes, 2019). De tal manera que su redacción debe ser cuidadosa en términos de no afectar los derechos de sus asociados y de terceros, así como de no contrariar cualquier postulado legal y/o constitucional. Al respecto, la Superintendencia de Sociedades en su Sentencia No. 800 del 17 de Septiembre de 2015, sostuvo que la exclusión forzosa representa un evidente riesgo para los accionistas, principalmente para los minoritarios, pues en casi todos los casos el accionista controlante es quien fija unilateralmente el precio al que habrá que reembolsarse la participación de los asociados excluidos —tanto en los procesos de fusión como en las operaciones de enajenación global de activos aprobadas por la asamblea—, dejando como principal efecto que los minoritarios reciban un valor irrisorio por sus acciones en la compañía.

Por tal razón resulta indispensable que las causales de exclusión obedezcan a la naturaleza y vocación de cada sociedad, para que, al momento de tomar cualquier decisión, esta no adolezca de algún tipo de irregularidad que afecte su existencia y posterior oponibilidad a terceros.

## **2.2. Consagración en el ordenamiento jurídico colombiano**

La figura de la exclusión de accionistas no es una novedad en nuestro ordenamiento jurídico, pues antes de la entrada en vigor de la Ley 1258 de 2008, el legislador había preestablecido en el Código de Comercio una serie de causales taxativas para aplicar dicha figura<sup>5</sup>. A pesar de ello, son causales bastante limitadas que no se ajustan a la realidad societaria del país y tampoco le brindan al socio que pretenda utilizarlas una solución rápida. Por su parte, la Super-

---

3 Por su parte, Castorino y Rossi (1995) fueron claros al enfatizar que “es acertado plantear la posibilidad de que la sociedad excluya de sí al accionista cuando la conducta de éste, por acción u omisión, se revele claramente incompatible con la *Affectio Societatis* no solo genérico sino especialmente funcional, que impone de consiguiente la observancia de lealtad y buena fe de modo persistente para la consecución del fin común” (p. 322).

4 Francisco Reyes Villamizar (2019) afirmó que “Habrá abuso del derecho cuando existan determinaciones que se adoptan en el seno del máximo órgano social, en las que, a pesar de observarse las normas sustanciales, se tiende a un propósito que excede la finalidad del derecho a decidir o de la prerrogativa de votar en contra de una determinación” (p. 252).

5 Por ejemplo, los arbitrios legales de indemnización del artículo 125 del Código de Comercio o las reglas de exclusión en la sociedad colectiva de los artículos 297 y 298.

intendencia de Sociedades, mediante el Oficio 220-106370 del 4 de agosto de 2009<sup>6</sup>, indicó que la exclusión de un asociado es una sanción consagrada por el legislador para los casos específicamente previstos, de tal forma que su pacto estatutario no es viable en el contrato social de una sociedad, a menos de que sea una S.A.S.

Ahora bien, cabe precisar que las sociedades anónimas no se ajustan a las previsiones del artículo 125 del Código de Comercio ni a las reglas de exclusión propias de las sociedades colectivas. Esto en razón a que tienen su propia regulación contenida en el artículo 397 del Código de Comercio, el cual establece que la S.A. sólo podrá excluir a un asociado cuando este se encuentre moroso de cumplir con el pago de su aporte, pues se venderán a cuenta y a riesgo del mismo las acciones que este hubiere suscrito. La situación anterior permite afirmar que los individuos que pretendan constituir o, ya hagan parte de una sociedad anónima en calidad de accionista, no gozan de libertad contractual para fijar cláusulas de exclusión en los estatutos, pues actualmente no existe una norma habilitante que lo avale (Escobar, 2016).

Dicha situación se puede tornar problemática y afectar el curso normal de una empresa, porque si los estatutos exigen unanimidad en el voto para ciertas decisiones, pero dada la inasistencia o deserción de algunos accionistas, resulta imposible la instalación de la mesa; no se podrían discutir ni decidir asuntos trascendentales, que eventualmente ocasionarían un bloqueo en las operaciones. Por ejemplo, una sociedad anónima que no concrete unanimidad en el voto estaría en la imposibilidad de poder transformarse en una S.A.S., situación que sin duda alguna afectaría la continuidad de los planes de negocios previamente establecidos por la empresa (Jaramillo, 2018).

### **2.3. Ley 510 de 1999**

Si bien actualmente no existe una norma que regule específicamente el procedimiento sobre el cual se debe llevar a cabo la exclusión forzosa de un accionista, en nuestro ordenamiento jurídico si existió una previsión que tácitamente regulaba la figura de la exclusión de accionistas. En efecto, el artículo 70 de la Ley 510 de 1999 le permitía a la sociedad readquirir las acciones del

---

6 En dicho pronunciamiento, la Superintendencia de Sociedades (2009) sostuvo que “Ahora bien, en términos generales se da por sentado que, por tratarse de una sanción legal, la exclusión del asociado en principio es restrictiva y en esa medida las causales que determinan su procedencia por una parte son taxativas y por otra, aplican solamente en los tipos societarios y bajo las circunstancias de tiempo modo y lugar previstas por el legislador”.

asociado que no ejerciera sus derechos en un término de 20 años, de tal forma que, la sociedad mediante la aprobación de la asamblea general de accionistas o junta de socios tendría la posibilidad de consignar el precio total de la venta forzosa, que se calcularía teniendo en cuenta el valor económico de la acción en el mercado.

Una vez entró en vigor el mencionado artículo, la Corte Constitucional en la Sentencia C-133 de 2009 lo declaró inconstitucional pues, a su juicio, la norma afectaba la garantía al debido proceso (artículo 29) y el derecho la propiedad privada (artículo 58), toda vez que el accionista disidente carecía de herramientas jurídicas para controvertir la determinación previamente tomada por la asamblea. Adicionalmente, también manifestó que la inexistencia de una obligación a cargo de la sociedad de implementar un sistema de valoración estricto de las acciones y, solamente mencionar que su precio se acordaría según las condiciones del mercado, se prestaría para que el accionista se viera despojado temerariamente de su propiedad, pues en últimas, la sociedad sería la encargada de fijar arbitrariamente su valor sin estar sujeta a algún parámetro objetivo.

A pesar de que la Superintendencia de Sociedades en su Oficio 220-050572 del 2 de Abril de 2018 defienda la postura de la prescripción extintiva, la cual consiste en la pérdida de la calidad de asociado por la inacción de los derechos que confiere la acción en un determinado lapso de tiempo, el estado actual del asunto es que la sociedad anónima -y en general ningún ente societario, a excepción de la SAS- no se encuentra en la posibilidad de pactar estatutariamente la exclusión de un accionista cuando este no asista, ni participe activamente de las principales decisiones que le conciernen a la sociedad.

Dicho lo anterior, se expondrá la postura que la Superintendencia de Sociedades ha acogido para dar respuesta al tema en cuestión.

### **3. INTERVENCIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES**

La Superintendencia de Sociedades no se ha quedado atrás en el presente debate; por el contrario, a través de sus pronunciamientos se ha convertido en un actor importante e influyente para facilitarle al operador judicial y demás intérpretes del derecho un panorama claro respecto a cómo proceder ante la posible presencia de cláusulas de exclusión en las sociedades anónimas.

### **3.1. Postura actual (2001-2020)**

En primer lugar, es importante resaltar que la Superintendencia de Sociedades durante los últimos 15 años se ha mantenido bajo una misma línea de pensamiento respecto a la exclusión de accionistas en la sociedad anónima que, a la luz de hoy, parece no ser susceptible de cambio. Esto debido a que la entidad ha optado por implementar un criterio interpretativo literal y exegético de la norma, que la ha llevado a concluir desde el Oficio 100-20613 del 2001<sup>7</sup> que ante la ausencia de una previsión expresa no será posible por analogía aplicar las reglas de la exclusión a la sociedad anónima, lo que la convierte en una figura plenamente incompatible a esta modalidad societaria.

De manera conjunta, los Oficios 2020-075936 del 13 de noviembre de 2003, el 2020-070317 del 29 de abril de 2009 y el 2020-042318 del 22 de marzo de 2018 rectifican que, a pesar de la exclusión ser una figura beneficiosa para mitigar los problemas y daños derivados de la negligencia de unos accionistas<sup>8</sup>, es una sanción legal que se debe interpretar de manera restrictiva y no amplia. Dicho postulado lo plasmó en el Oficio 2020-125001 del 29 de junio de 2017, pues en aquella oportunidad recalcó que; los socios de una sociedad anónima no puedan recurrir a su pacto estatutario para solucionar escenarios como; la inasistencia de un accionista a reuniones del órgano social para votar en las decisiones más importantes, la expulsión de un asociado por encontrarse en un proceso de lavado de activos o la imposibilidad de consignar los dividendos anuales por desconocimiento de la ubicación o domicilio de algún accionista.

A pesar de que la Superintendencia ha participado activamente en la construcción de esta discusión, su postura conservadora aparenta quedarse corta y no satisfacer las necesidades del mercado, pues hasta el momento, la imposición de multas pecuniarias a los accionistas infractores<sup>9</sup> ha sido una de las pocas

---

7 En aquella oportunidad, la Superintendencia (2001) argumentó que: “En consecuencia, tenemos que no existe libertad contractual para pactar cláusulas de exclusión de los asociados, por lo tanto, no es dable establecer estatutariamente los presupuestos, causas o hechos de este tipo que no consagra taxativamente la ley. Por ende, teniendo en cuenta que la ley no contempla para las sociedades anónimas la figura jurídica de la exclusión de los accionistas considera esta oficina que no hay lugar para con base en ella ni en ninguna otra excluir a un accionista”

8 La Superintendencia (2009) consignó que: “Así pues, la ley de manera clara ha dotado a la mayoría de los tipos societarios de unos mecanismos, entre ellos, la exclusión, en aras de lograr que los socios restantes no se vean perjudicados por la negligencia de otros”.

9 En dicha oportunidad, la Superintendencia (2018) en su oficio 2020-042318, explico que “Sin embargo, ello no obsta para que estatutariamente, y en aras de evitar ciertas conductas en contra de la sociedad, se pacten sanciones que no comprometan los derechos de los accionistas, Vr. Gr. multas, lo cual no obsta para que paralelamente el interesado que vea amenazados sus derechos inicie las acciones a que haya lugar ante un juez de la república”.

alternativas que la Superintendencia ha recomendado aplicar a este tipo de contingencias. Pero como es evidente, esta consecuencia jurídica no sirve como una medida correctiva idónea para que los accionistas utilicen de manera adecuada y diligente los derechos que la acción les otorga. Además, su argumentación resulta un poco contradictoria, pues busca proteger la calidad del accionista en sociedades de capital, donde realmente lo que importa son la integración de los aportes y no en principio, la calidad de las personas (Jaramillo, 2018).

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Sociedades sí reconoció la necesidad de actualizar e incorporar en nuestro ordenamiento jurídico los últimos avances apreciables en el derecho comparado, pues la normatividad actual no se acomoda al dinamismo vertiginoso que es propio de las prácticas jurídicas societarias. Por tal razón, en el 2015 presentó ante el Congreso el Proyecto de Ley n.º 070, el cual pretendía reformar una serie de normas jurídicas con el fin de flexibilizar y modernizar nuestra infraestructura normativa, para efectos de ofrecerles a los empresarios las condiciones más adecuadas para su inversión.

Es de resaltar que en el capítulo primero de dicho proyecto de ley se buscó extender ciertas reglas previstas en la Ley 1258 de 2008 a los tipos de sociedad regulados en el Código de Comercio. En lo que concierne a nuestro asunto, el artículo 4.º consagraba la posibilidad de incluir estatutariamente causales de exclusión de asociados en la sociedad anónima, siempre y cuando se realizará a través de una reforma estatutaria aprobada por unanimidad, disposición que sin duda alguna solucionaría la situación actual de muchas estructuras societarias.

Sin embargo, todavía no se ha logrado consolidar una voluntad legislativa dedicada a llenar los vacíos normativos que presenta hoy en día el régimen societario colombiano, pues una vez revisados los debates que se surtieron al interior de la Comisión Tercera de la Cámara de Representantes y la Gaceta del Congreso 594 del 13 de agosto de 2015, se logra apreciar que lo que realmente se necesita es la expedición de un nuevo estatuto societario que, a su vez, derogue los entes societarios obsoletos del libro segundo del Código de Comercio. Esto último en atención a que los críticos del proyecto indicaron que de nada sirve actualizar el funcionamiento de estructuras societarias obsoletas de los años 70, si en la práctica ya no se ve la constitución de sociedades sin limitación de responsabilidad como, por ejemplo, las colectivas.

Adicionalmente, el proyecto de ley tampoco supera las dificultades que en su momento presentó la Ley 510 de 1999 respecto a la protección de los derechos del minoritario excluido, pues a pesar de que el socio podría recurrir al derecho de retiro o a la figura del abuso del derecho contemplada en el artículo

43 de la Ley 1258 de 2008, la sola aplicación de dichas herramientas no serían suficientes para cubrir la infinidad de escenarios que podrían ocurrir al interior de una exclusión forzosa. Es por esto que, se debería considerar la inclusión de un mecanismo que precise cómo se llevará a cabo la valoración de la acción o, en su defecto, definir garantías para el socio excluido, tales como la fijación de un emplazamiento especial que le permita al accionista poder ejercer su derecho de contradicción ante la decisión tomada. De esta manera, se podrían superar las trabas políticas y/o constitucionales que hasta el momento han impedido la consolidación de una norma que regule este asunto.

En últimas, de no llegar a prosperar la consolidación de un cuerpo normativo tendiente a regular la exclusión de accionistas en la sociedad anónima, no debe descartarse la posibilidad de aplicar por analogía las normas de exclusión previstas en la Ley 1258 de 2008 para las SAS, pues a pesar de ser una postura rechazada por parte de la Superintendencia de Sociedades, sin duda alguna sería una herramienta que contribuiría al fortalecimiento y manejo interno de las sociedades, ya que se aprobaría su inclusión en los estatutos con solo el voto favorable de uno o varios accionistas que representen por lo menos la mitad más una de las acciones presentes en la respectiva reunión.

#### **4. FUNCIONAMIENTO EN OTROS ORDENAMIENTO JURÍDICOS**

Una vez expuesta la situación actual de la discusión en el ordenamiento jurídico colombiano, es pertinente ahora realizar una breve exposición de cómo la exclusión de accionistas ha sido implementada en otros sistemas societarios diferentes al nacional, como es el caso de Estados Unidos y Perú, para posteriormente analizar si esta herramienta jurídica se puede incluir o no en futuros proyectos legislativos.

##### **4.1. Marco regulatorio estadounidense**

En primer lugar, cabe mencionar que el sistema societario norteamericano ha flexibilizado la existencia de cláusulas *Squeeze-Out*, pues en esa legislación se permite excluir a un accionista de una sociedad siempre y cuando dicha operación se dé en el marco de una negociación justa que no afecte las garantías del socio excluido. (Kaisanlahti, 2007). Anteriormente, si el accionista excluido consideraba que su precio de compra no era equitativo al momento de presentarse una oferta pública de adquisición, una fusión abreviada o escalonada, tendría la posibilidad y el derecho de acudir a una revaloración judicial denominada

*Entire Fairness*<sup>10</sup> (Thompson, 2017), de tal manera que, si el juez encontraba algún tipo de irregularidad en la negociación, se podría revertir la operación o mejorar el precio inicialmente pagado<sup>11</sup> (Restrepo, 2013).

A pesar de ser una figura diseñada para proteger la inversión efectuada por el accionista, las dinámicas del mercado influyeron para que su utilización se fuera diluyendo con el transcurrir del tiempo, llegando al punto de considerarla casi que inaplicable frente a este tipo de escenarios empresariales<sup>12</sup> (Restrepo, 2013). Ante la necesidad de regular este tipo de transacciones, las altas cortes del estado de Delaware optaron por implementar un mecanismo de protección *ex ante*, el cual consistía en la instalación de una mesa de negociación conformada por banqueros y abogados independientes al controlante<sup>13</sup>, especializados en este tipo de operaciones económicas. La razón de ser de este comité especial sería la protección de los intereses del accionista minoritario, de tal forma que si la exclusión se llegase a dar, se diera en los términos más favorables (Bates et al., 2005).

La implementación de esta mesa de negociación aumentó considerablemente la celebración de acuerdos privados y también redujo la injerencia estatal en este tipo de operaciones. Sin embargo, dicha autodeterminación y libertad contractual no es absoluta en dicho ordenamiento, pues en caso de que se lleguen a lesionar los derechos de terceros o accionistas minoritarios, los afectados podrán acudir al *Business Judgment Rule*, que es un estándar de revisión en virtud del cual el juez solo podrá enmendar errores de carácter procedimental y no podrá inmiscuirse en la decisión de negocio tomada por el administrador —como ocurría antes con el *Entire Fairness*—, siempre y cuando se hayan cumplido con los siguientes requisitos; **i)** Que el administrador haya obrado de buena fe. **ii)** Que la haya tomado en ausencia de conflicto de intereses. **iii)** Que

---

10 Thompson (2017) afirma que “La imperiosa labor de encontrar el precio justo le impone al juez y a los peritos la necesidad de sopesar una multiplicidad de factores que pueden incidir en la respectiva valoración, tales como el valor de mercado de las acciones, el valor en libros de los activos sociales, el valor de los dividendos y utilidades que podría generar la sociedad hacia el futuro [...]”.

11 En palabras de Restrepo (2013), sostuvo que las minorías en las transacciones de *Squeeze-Out* tienen derecho a una reevaluación judicial del precio pagado por el controlante, si consideran que ese precio es injustamente bajo y afecta la expectativa legítima que tenían (p. 325).

12 Restrepo (2013) fue claro al enfatizar que “con el caso “Glassman V. Unocal Exploration Corp.” y el “In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation” la Corte Suprema de Delaware consideró que el *Entire Fairness* no aplicaría para las ofertas públicas, siempre y cuando en dichas operaciones no se afecten los derechos de los accionistas, ni tampoco se opere bajo presión”. (p. 4)

13 Superintendencia de Sociedades Auto No. 800-6317, pg. 5.

la haya tomado persiguiendo y protegiendo el objeto de la sociedad y **iv)** Que la decisión hubiese sido informada” (Warren & Aronstam, 2007). De tal forma que, si bien se otorga autonomía para que los administradores lleven a cabo este tipo de operaciones, el juez podrá entrar a cuestionar la decisión de negocio si un accionista minoritario revela que la operación fue arbitraria y no se cumplieron con las exigencias antes mencionadas<sup>14</sup> (Sharfman, 2017).

No existen dudas en afirmar que la creación de este comité especial incentivaría a que las partes, por su propia voluntad, fijen las condiciones del negocio sin necesidad de acudir a un tercero, como lo sería un juez. Ahora bien, es importante resaltar que el éxito de esta figura se da porque el marco legal societario norteamericano es completamente distinto al nacional; es un sistema en donde impera la dispersión accionaria y son muy pocos los escenarios en donde un controlante es quien define de manera autónoma el rumbo de una sociedad pues, por regla general, el administrador es quien asume los riesgos y toma una decisión informada, atendiendo al interés general de la sociedad.

Para el caso colombiano, la instalación de una mesa de negociación especializada podría resultar bastante costosa para las sociedades, pues además de que no todas cuentan con la liquidez necesaria para su fijación, son muy pocos los agentes especializados que en nuestro ordenamiento podrían llegar a materializar un acuerdo en condiciones justas y dignas para el asociado excluido. Por consiguiente, esto se convertiría en un motivo adicional para viabilizar el pacto estatutario de cláusulas de accionistas en las S.A., pues una regulación equilibrada permitiría que las sociedades pudieran excluir a un accionista de forma mucho más fácil, rápida y a un menor costo. Adicionalmente, la Superintendencia de Sociedades también ha estado implementado en los últimos años el *Business Judgment Rule*, estándar de revisión que serviría como un contrapeso para atacar la materialización de cualquier exclusión forzosa abusiva.

## 4.2. Marco regulatorio peruano

Al adentrarnos en el marco jurídico peruano, debe tenerse en cuenta que manejan, por así decirlo, una cláusula general respecto la exclusión de accionistas. Dicha generalidad varía dependiendo del tipo de sociedad, pues dependiendo de

---

14 Por su parte, Sharfman (2017) fue claro al enfatizar que: “Lo que se busca implementar con la regla de la discrecionalidad de los negocios es dotar de autonomía a los administradores, para que estos asuman los riesgos propios de la actividad que están realizando, sin tener que incurrir en algún tipo de responsabilidad. Por lo tanto, tendrán la garantía de que si toman una decisión informada que cumplió todos los requisitos enunciados en la ley, un juez no entrará a evaluar su conducta como constituyente de responsabilidad, en caso de afectarse el derecho de un accionista (p. 48).

la forma societaria adoptada (limitada, colaborativa, anónima cerrada, etc.) se tendrá una serie de regulaciones específicas que lleven a la correcta aplicación de una eventual exclusión de accionistas. Sin embargo, en lo que respecta a la sociedad anónima las cosas cambian, pues al igual que en nuestro ordenamiento jurídico, esta no presenta una regulación específica para efectuar la exclusión de accionistas, solamente se permite su ejercicio contra el socio que se encuentra moroso respecto al pago de sus aportes, disposición contenida en el artículo 22 de la Ley General de Sociedades de Perú<sup>15</sup>.

Así lo rectifica la Superintendencia de dicho país, pues desde la Resolución 187 del 27 de Julio de 1999 ha sostenido que la exclusión de accionistas en las sociedades anónimas sólo procede en las causales taxativas contempladas en la ley; por ende, no existe libertad contractual para su fijación (Moreno, 2007). En contraste, frente a otros modelos societarios, la Ley General de Sociedades en sus artículos 75<sup>16</sup> y 86<sup>17</sup> si posibilita la exclusión de un accionista cuando este incumple con las prestaciones accesorias u obligaciones adicionales, normatividad que se ajusta mucho más a las exigencias propias del ámbito comercial y societario, pues la sociedad estará en la posibilidad de prescindir de un socio cuando el incumplimiento de este afecte el correcto funcionamiento de una sociedad. Ahora bien, la norma prohíbe su pacto en la sociedad anónima, pues el ordenamiento jurídico peruano considera que los incumplimientos allí

---

15 La Ley General de Sociedades de Perú en su artículo 22 consagra lo siguiente: “Los aportes. - “Cada socio está obligado frente a la sociedad por lo que se haya comprometido a aportar al capital. Contra el socio moroso la sociedad puede exigir el cumplimiento de la obligación mediante el proceso ejecutivo o excluir a dicho socio por el proceso sumarísimo”.

16 La Ley General de Sociedades define en su artículo 75 a las prestaciones accesorias como: “El pacto social puede contener prestaciones accesorias con carácter obligatorio para todos o algunos accionistas, distintas de sus aportes, determinándose su contenido, duración, modalidad, retribución y sanción por incumplimiento y pueden ser a favor de la sociedad, de otros accionistas o de terceros. Estas prestaciones no pueden integrar el capital. Por acuerdo de la junta general pueden crearse también dichas prestaciones accesorias, con el consentimiento del accionista o de los accionistas que deben prestarlas. Las modificaciones de las prestaciones accesorias y de los derechos que éstas otorguen sólo podrán acordarse por unanimidad, o por acuerdo de la junta general cuando el accionista o accionistas que se obligaron a la prestación manifiesten su conformidad en forma expresa”.

17 La Ley General de Sociedades define en su artículo 86 a las obligaciones adicionales como: En el pacto social o en el acuerdo de aumento de capital puede establecerse que los suscriptores de una parte o de todas las acciones asuman determinadas obligaciones a favor de otros accionistas, de la sociedad o de terceros, adicionales a la de pagar su valor, sea nominal o de colocación. Estas obligaciones adicionales podrán ser dinerarias o no y deberán recaer sobre todas las acciones de la sociedad o sobre todas las acciones de una determinada clase. Las obligaciones adicionales deben constar en los certificados, anotaciones en cuenta o cualquier otra forma de representación de tales acciones”.

consignados podrían afectar el carácter *Intuitu Pecuniae* propio de las sociedades capitalistas (Ackerman, 2007).

Dicho lo anterior, para dar una solución al asunto en cuestión, un sector de la doctrina peruana considera viable el pacto estatutario de cláusulas de exclusión en la sociedad anónima, pues el numeral 11 del artículo 55 de la Ley General de Sociedades plantea la posibilidad de estipular en los estatutos de una sociedad “Los demás pactos lícitos que estimen convenientes para la organización de la sociedad”; por ende, existiría la posibilidad de consagrar escenarios de exclusión en los estatutos de una sociedad anónima. La postura antes mencionada ha sido objeto de múltiples discusiones en el escenario académico y práctico, pues se soporta en la premisa general de que todo lo que no está prohibido está permitido y, adicionalmente, considera que la calidad de los socios no afecta la naturaleza de la sociedad capitalista pues, en últimas, el capital se mantiene intacto y lo que se busca es la continuidad de la empresa (Moreno, 2007).

No obstante, todavía no existe una postura uniforme respecto a la viabilidad de pactar escenarios de exclusión en una sociedad anónima, pues como bien se enunció, existe la postura que defiende la interpretación exegética y literal de la norma, la cual sostiene que la exclusión de accionistas solo será posible en el incumplimiento del pago del aporte al momento de constituirse la sociedad<sup>18</sup>.

En definitiva, si bien en Perú la exclusión de accionistas para la sociedad anónima carece de la misma regulación que en nuestro ordenamiento jurídico, es evidente que los artículos 75 y 86 de la Ley General de Sociedades pueden servir como modelo para que en Colombia solo opere cuando el accionista incumpla con las prestaciones/conductas esenciales o accesorias que de él se esperan y, adicionalmente, afecten el desarrollo normal de una sociedad. Ahora bien, el desafío estaría en definir qué se considera como esencial o accesorio al contrato de sociedad, sin embargo, a simple vista la cuestión no resulta problemática, ya que podría argumentarse que son todas las obligaciones que el socio adquiere desde el momento en que entra efectivamente a hacer parte de una sociedad, tales como; la obligación de asistir a las asambleas ordinarias o respetar los acuerdos de accionistas que versen sobre el ejercicio al derecho de voto. Sin duda alguna, esta disposición abre la puerta para que la discusión en nuestro ordenamiento sea mucho más nutrida.

---

18 Por su parte, la Superintendencia en la Resolución 120 del 25 de abril, (2000) afirmó que: “Los pactos lícitos son aquellos que no solo no deben violar normas imperativas, sino además que no han de ser contrarios al sistema de regulación social impuesto por la LGS. Por ende, no resulta viable pactar causales de exclusión fuera de los escenarios ya previstos por la ley”.

## 5. CONCLUSIONES

Realizado el anterior análisis, es oportuno concluir que el régimen societario colombiano reclama con urgencia la existencia de una norma que posibilite el pacto de cláusulas de exclusión de accionistas en todas las sociedades del Código de Comercio. Todo esto con el fin de proporcionar una herramienta jurídica efectiva que funcione a corto plazo, para mitigar todos los problemas de agencia que pueden surgir al interior de una sociedad. Por una parte, se agilizaría la toma de decisiones que pueden ser beneficiosas para la sociedad, pero que, por cuenta de una fracción minoritaria, resulta imposible su materialización y, por otro lado, dicha regulación contendría los constantes abusos de accionistas mayoritarios que utilizan su poder para crear situaciones adversas que provocan el retiro de accionistas minoritarios.

Ahora bien, el reto está en redactar una norma equilibrada que logre favorecer tanto a los mayoritarios como a los minoritarios, por lo cual, lo ideal sería una norma que permitiera excluir a un accionista cuando su conducta o inasistencia perjudique de manera sustancial los intereses de la compañía, pero que, a su vez, le brinde la posibilidad al minoritario excluido de impugnar dicha operación cuando esta afecte sus derechos. De esta forma, no se repetirían los errores procesales que la Corte Constitucional resaltó existían en la Ley 510 de 1999, pues la norma propuesta tendría como eje fundamental el respeto al debido proceso y a la propiedad privada de los accionistas excluidos.

Sin embargo, para efectos de garantizar la autonomía empresarial y el dinamismo propio de las relaciones comerciales, el accionista solo podría acudir a la jurisdicción en un número limitado de ocasiones; esta noción se aproxima al *Business Judgment Rule*, propio del modelo norteamericano. Por ejemplo, si la fijación del precio es arbitraria y no se ajusta al valor del mercado, o si la exclusión fue producto de una conducta abusiva por parte del mayoritario, sería meritorio justificar la intervención de una revisión judicial.

No obstante, todavía no se ha consolidado una iniciativa legislativa encaminada a regular este tema, por lo que una pronta solución sería la suscripción de acuerdos de accionistas destinados a regular bajo qué circunstancias se podría comprar y/o vender la participación de un accionista. Un ejemplo podría ser la celebración de un *Call Option*, en donde cualquier incumplimiento o conducta indeseable por parte de un accionista sea motivo suficiente para comprar su participación. Sin embargo, cabe precisar que en nuestro ordenamiento jurídico los acuerdos de accionistas en la sociedad anónima que no versen respecto al derecho al voto solamente serán válidos entre las partes, y sus efectos no podrán extenderse a los demás accionistas ni a la sociedad, situación que sin duda alguna afectaría la ejecución o cumplimiento del acuerdo.

Por consiguiente, los acuerdos de accionistas también presentan una deficiencia al momento de pretender regular causales de exclusión, pues si se ajusta a la realidad societaria colombiana, todavía son muchas las sociedades que no tienen conocimiento o registro alguno del domicilio de una fracción importante de sus accionistas, escenario que limita que el acuerdo se pueda extender a una mayor cantidad de socios. He aquí la importancia de que en los estatutos de una sociedad anónima se puedan fijar y/o estipular circunstancias que den origen a la exclusión de un accionista, pues funcionaría como una herramienta de desbloqueo ante situaciones anormales que podrían afectar la continuidad de una sociedad.

En ese orden de ideas, queda abierto el escenario para discutir más adelante sobre cuáles serían las posibles estrategias que se podrían implementar en futuros proyectos de ley, como por ejemplo, es necesario que la norma en comento vaya acorde con los presupuestos de mejora normativa fijados por la OCDE en el CONPES 3816 de 2014, pues no es un secreto, que gran parte del proceso de producción normativa en nuestro ordenamiento jurídico no sigue un procedimiento de planeación previo y riguroso que les permita medir el impacto social de las normas en el ámbito social y económico en el país, deficiencia que impide que las normas respondan satisfactoriamente a las necesidades que demanda el interés público, y a su vez, cumplan con el objetivo por el cual fueron creadas.

Es por esto que, si en el presente caso se atienden los principios de gobernanza normativa, los cuales, exigen en primer lugar la recolección de datos que les permitan identificar con mayor precisión la cantidad de sociedades que se verán beneficiadas por esta regulación, después se podrá localizar y sectorizar con mayor facilidad cuales son realmente las dificultades que están presentando dichas estructuras societarias en el manejo interno de sus relaciones con los asociados. De esta forma, se podrá concretar la existencia de una norma que atienda los intereses de la sociedad y, además, respete y no vulnere los derechos de los accionistas y terceros en el marco de una exclusión forzosa.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ackerman, D. El Derecho de separación del accionista: Una regulación insuficiente. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/download/12316/12881/> (2007)
- Bates, T., Lemmon, M. & Linck, J. Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold? *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol 8, No. 3. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=660422](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=660422)
- Bonardell, R. & Cabanas, R. Separación y exclusión de socios en la sociedad de Responsabilidad Limitada. (1998)

- Corte Constitucional, Sala Plena. (25 de febrero de 2009). Sentencia C-133. [MP. Jaime Araújo Rentería].
- Escobar, F. A. El Problema de Agencia entre accionistas en la Sociedad por Acciones Simplificadas Colombianas. *Brasilia: Economic Analysis of Law Review*, 7, 443-473. <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/7640/pdf> (2016)
- Jiménez, J. M. La exclusión del socio en la Sociedad de Responsabilidad Limitada. *VII Curso Experto Universitario en Derecho Societario UNIA*, 1-59. [https://dspace.unia.es/bitstream/handle/10334/3565/0707\\_Jimenez.pdf?sequence=3](https://dspace.unia.es/bitstream/handle/10334/3565/0707_Jimenez.pdf?sequence=3) (2016)
- Jaramillo, N. Z. Exclusión de un accionista. Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, 27. (2018)
- Kaisanlahti, T. ¿When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out? *European Business Organization Law Review*, 517. (2007)
- Ley 510 de 1999, “Por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades”. 4 de agosto de 1999. D. O. No. 43.654
- Ley 16887, Ley General de Sociedades del Perú “Por la cual se dictan todas las reglas aplicables a las Sociedades”.
- Moreno, D. E. La exclusión de un accionista de Sociedad Anónima. *Revista de Economía y Derecho*, 4, 75-84. <https://content.ebscohost.com/ContentServer.asp?T=P&P=AN&K=31905731&S=R&D=fua&EbscoContent=dGJyMNHX8kSeqL-Q40dвуOLCmsEiep7FSs6i4TLWwXWS&ContentCustomer=dGJyMPGstE%2Buq-7dRuePfgex43zx> (2007)
- Oficio 2020-075936 del 13 de noviembre de 2003, Superintendencia de Sociedades.
- Oficio 2020-070317 del 29 de abril de 2009, Superintendencia de Sociedades. [https://www.supersociedades.gov.co/nuestra\\_entidad/normatividad/normatividad\\_conceptos\\_juridicos/OFICIO%20220-203386.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO%20220-203386.pdf)
- Oficio 2020-106370 del 4 de agosto de 2009, Superintendencia de Sociedades. [https://www.supersociedades.gov.co/nuestra\\_entidad/normatividad/normatividad\\_conceptos\\_juridicos/29992.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/29992.pdf)
- Oficio 2020-125001 del 29 de junio de 2017, Superintendencia de Sociedades. <https://www.pwcimpuestosonlinea.co/Repositorio%20PwC/PDF/Doctrina/SuperSociedades/2017/SUPER-125001-17.pdf>
- Oficio 2020-042318 del 22 de marzo de 2018, Superintendencia de Sociedades. [https://www.supersociedades.gov.co/nuestra\\_entidad/normatividad/normatividad\\_conceptos\\_juridicos/OFICIO%20220-042318.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO%20220-042318.pdf)
- Oficio 220-050572 del 06 de abril de 2018, Superintendencia de Sociedades. [https://www.supersociedades.gov.co/nuestra\\_entidad/normatividad/normatividad\\_conceptos\\_juridicos/OFICIO%20220-050572.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO%20220-050572.pdf)
- Castorino, M & Rossi, H. E. Posibilidad de la Exclusión del Accionista en la Sociedad Anónima “Cerrada” o de “Familia. *VI Congreso Argentino de Derecho Societario*, 321-330. <https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/2151/CDS06010321.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (1995)

- Restrepo, F. Do Different Standards of Judicial Review Affect the Gains of Minority Shareholders in Freeze-Out Transactions? A Re-examination of Siliconix. *Harvard Business Law Review*, 3, 321-359. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2242487](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2242487) (2013)
- Restrepo, F. The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure and Outcomes: Evidence on the Unified Approach. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 153*, 1-35. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2297707](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2297707) (2013)
- Sharfman, B. S. The Importance of the Business Judgment Rule. *New York University, Journal of Law & Business*, 14, 27-69. <https://core.ac.uk/download/pdf/84884909.pdf> (2017)
- Sastre, A. R. La Exclusión de un Accionista de Sociedad Anónima. *Revista de Derecho Privado*, 59, 589-600. (1975)
- Superintendencia de Sociedades. (2004) *Doctrinas y Conceptos Jurídicos 2000-2004, "Causales de Exclusión en las Sociedades Anónimas - Oficio 100-20613 del 23 de mayo de 2001"*, 553-555. [https://www.supersociedades.gov.co/doctrina-jurisprudencia/Doctrina-Supersociedades/Libros/Doctrinas\\_y\\_Conceptos\\_Juridicos\\_2000-2004.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/doctrina-jurisprudencia/Doctrina-Supersociedades/Libros/Doctrinas_y_Conceptos_Juridicos_2000-2004.pdf)
- Superintendencia de Sociedades. (2015). Sentencia No. 800-119 del 17 de septiembre de 2015, "*Martha Cecilia López contra Comercializadora GL. S.A.S. y otros*". [https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/S\\_GL\\_17\\_09\\_2015.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/S_GL_17_09_2015.pdf)
- Superintendencia de Sociedades. (2015). Proyecto de Ley n.º 70 de 2015 "*Por el cual se establecen reglas en materia de sociedades y se adoptan otras disposiciones*". <https://www.supersociedades.gov.co/Historial%20de%20Noticias/2015/Septiembre/Libro%20proyecto%20de%20reforma.pdf>
- Superintendencia de Sociedades. (2016). Auto No. 800-6317 del 25 de abril de 2016, Proceso Luis Helí Tovar & Cía. S. Contra Embotelladora del Huila. [https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_mercantiles/Normatividad/Documents/A%20Embohuila%20\(2016-800-098\).pdf](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Documents/A%20Embohuila%20(2016-800-098).pdf)
- Thompson, C.R. *Corporations and other Business Associations: Cases and Materials*. (2017)
- Villamizar, F. R. (2016). *Derecho Societario Tomo I*.
- Warren, H. I & Aronstam, B. R. Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assessing Director Conduct in M&A Transactions. *The Canadian Institute*, 3-36. [http://www.ramllp.com/media/article/12\\_Canadian%20Institute%20Article.pdf](http://www.ramllp.com/media/article/12_Canadian%20Institute%20Article.pdf)