

**Estudio Comparado de la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios en las Sociedades de  
Capital en los Estados Unidos de América (Estado de Delaware) y Colombia**

Lorena Marcela Cubillos Ochoa

Pontificia Universidad Javeriana Cali

Maestría en Derecho Empresarial

Trabajo de Grado

Prof. Rubén Darío Acevedo Prada Mg.

20 de noviembre de 2021

**Tabla de Contenido**

**Resumen ..... 5**

**Introducción ..... 6**

**1....Delimitación Del Objeto De Comparación: Aproximación a la Figura de La Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital ..... 10**

**1.1. Sujeto–Materia De Comparación ..... 10**

**1.2. Contexto de la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios en el Common Law y Civil Law ..... 13**

**1.2.1. Origen y Propósito de la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios..... 13**

**1.2.2. Riesgos que Comporta la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios..... 16**

**1.3. Delimitación del Objeto – Microcomparación. La Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios a través de Mecanismos Regulados por Ley ..... 17**

**1.4. Sistemas Jurídicos a Comparar..... 18**

**1.5. Exclusión de las Sociedades de Personas en el Estudio Comparado..... 22**

**2.....Fase Descriptiva – Primera Parte. Tendencias Contemporáneas En La Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital. Análisis Del Modelo Adoptado En El Estado De Delaware En Los Estados Unidos De América ..... 24**

**2.1. Operaciones o Métodos Que Dan Lugar Al Retiro Forzoso..... 25**

**2.1.1. Fusiones con Retiro Forzoso de Accionistas Minoritarios..... 26**

ESTUDIO COMPARADO DE LA EXCLUSION FORZOSA DE ACCIONISTAS MINORITARIOS	3
2.1.2. <i>Venta de activos</i> .....	28
2.2.    Mecanismos De Protección Al Accionista Minoritario.....	29
2.2.1. <i>Derecho De Tasación</i> .....	29
2.2.2. <i>Revisión De La Equidad Completa De La Operación (“Entire Fairness Requirement”) Y La Regla De Juicio Comercial (“Business Judgement Rule”)</i> .....	30
3..... Fase Descriptiva – Segunda Parte. Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital En El Derecho Societario Colombiano .....	38
3.1.    Sociedad Anónima Cerrada.....	38
3.2.    Sociedad Anónima Abierta.....	40
3.3.    Sociedades por Acciones Simplificadas .....	41
3.3.1. <i>Operaciones o Métodos que Dan Lugar al Retiro Forzoso</i> .....	42
3.3.2. <i>Mecanismos de Protección al Accionista Minoritario</i> .....	45
4. Fase De Identificación Y Explicación En El Proceso Comparativo. Comparación De La Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital En El Derecho Del Estado De Delaware En Los Estados Unidos América Y Colombia .....	52
4.1.    Diferencias y Semejanzas Según el Tipo Societario en el que se Admite la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios .....	52
4.2.    Diferencias y Semejanzas según las Operaciones o Métodos de Exclusión de Accionistas Minoritarios Autorizados .....	54

<b>4.3. Diferencias y Semejanzas según los Mecanismos de Protección al Accionista</b>	
Minoritario Excluido Forzosamente .....	55
<b>4.4. Mejoras Legislativas en Colombia a partir del Proceso de Comparación de los Modelos de Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios.....</b>	<b>60</b>
<b>Conclusiones .....</b>	<b>64</b>
<b>Referencias .....</b>	<b>66</b>

### Resumen

En este documento se explora la figura de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, también denominada *Freeze out* o *squeeze out*, a través del método de la comparación jurídica o derecho comparado. Para ello, se cotejan las regulaciones establecidas en los ordenamientos jurídicos del Estado de Delaware en los Estados Unidos de América y Colombia, desde 3 ángulos de comparación: el tipo societario en donde se admite, las operaciones o métodos de exclusión y los mecanismos de protección a la inversión minoritaria. A través de este proceso de comparativo se pretende evaluar el estado actual de la regulación nacional, analizando la conveniencia de implementar mejoras legislativas.

## Introducción

El presente documento tiene la intención de realizar un estudio derecho comparado entre el modelo adoptado por el Estado de Delaware en los Estados Unidos de América y el modelo colombiano en la regulación de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en las sociedades comerciales de capital, también entendido como el reembolso obligatorio de aportes a los accionistas que no detentan el control, figura ampliamente conocida a nivel internacional como *Freeze out* o *squeeze out* que consiste en el uso del control corporativo conferido a la mayoría estatutaria de accionistas o a la junta directiva para eliminar a los accionistas minoritarios de la empresa (The Harvard Law Review Association, 1961).

Su estudio no resulta caprichoso, pues esta figura representa importantes ventajas para el accionista mayoritario y la sociedad de la que se trate, en la medida en que libera a la sociedad de costos y otras obligaciones que garanticen la protección de los derechos de la minoría. También eliminar la existencia de vetos a transacciones económicas que pueden generar importantes ganancias; además de permitir la designación de administradores alineados a los intereses del mayoritario que detenta el control y la integración total de la sociedad a los lineamientos estratégicos del controlante. Por otro lado, se ha reconocido que “dejan de estar expuestas a demandas judiciales de parte de accionistas no vinculados a la administración” (Frías & Torrado, 2015, p. 56), lo que destierra la incertidumbre de que las decisiones de sus órganos sociales y actividades económicas se vean cuestionadas ante las autoridades judiciales.

Al mismo tiempo, la exclusión forzosa impone la protección al accionista minoritario como pieza fundamental para garantizar la confianza inversionista, pues en un medio en donde se capten inversiones sin la garantía de que éstas no serán expropiadas por actuaciones abusivas de los administradores o socios mayoritarios del ente económico, implicarán a la larga el detenimiento en la inversión y de la creación de sociedades con múltiples socios y, por el contrario, implicarán el florecimiento de esfuerzos individuales, seguramente no tan eficaces para la obtención de recursos que puedan facilitar crecimiento económico.

Sin embargo, su definición y estudio no es un asunto sencillo, diversas aproximaciones ha tenido la figura, que más allá de un concepto único, aglomera transacciones muchas veces disímiles. Por ello, el problema de investigación del presente trabajo resulta ser si la exclusión forzosa de accionistas minoritarios es diferente en las legislaciones del Estado de Delaware en los Estados Unidos de América y Colombia, con el objetivo de comparar su tratamiento, es decir de llevar a cabo el “proceso de conocimiento de dos o más fenómenos jurídicos (históricamente determinados) para ver que tengan de diferente o qué cosa en común” (Ferrante, 2016, p. 603 cita a Gorla, 1964, p.928).

Para estos efectos, en seguimiento del método de comparación, en el primer capítulo, se seleccionará el sujeto-materia de comparación, esto es “el tema o tópico a comparar”(Mancera Cota, 2008, p. 15) que corresponde a la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, a fin de aproximarse a las distintas acepciones de la figura a nivel internacional y nacional. Este nivel de comparación se denomina microcomparación, pues se limitará a “un tema específico de un sistema jurídico” (Mancera Cota, 2008, p. 16). Así mismo, continuando con la delimitación del

proceso comparativo, se seleccionarán los sistemas jurídicos a comparar y las razones por las cuales fueron escogidos. De esta forma, se alcanzará el primer objetivo específico del presente trabajo que consiste en definir y delimitar la figura de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios.

Seguidamente, se abordará la fase descriptiva del estudio comparado, para lo cual en el segundo y tercer capítulo se realizará una descripción de:

[C]ada uno de los conceptos, reglas, instituciones o procedimientos seleccionados. Al suministrar una descripción de las partes o elementos que integran el sujeto a comparar, éstas se vuelven a separar, reconstruir y, otra vez, describir como un todo, y entonces así se podrán reconocer las principales características de cada sujeto descrito.

(Mancera Cota, 2008, p. 229)

Así entonces, en el segundo capítulo se abordará el siguiente objetivo específico que consiste en describir la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en los Estados Unidos de América, con énfasis especial en la regulación del Estado de Delaware, señalando el tipo societario en donde se admite, las operaciones o métodos de exclusión y los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios.

En el tercer capítulo, por su lado, se dará paso al próximo objetivo específico para describir la figura en el ordenamiento jurídico colombiano, tomando como base los mismos elementos que en el caso Delaware, esto es, el tipo de sociedades en donde se admite, operaciones y métodos de exclusión y mecanismos de protección de los minoritarios.

Por último, en el cuarto capítulo se cotejarán las regulaciones descritas para hallar las diferencias y similitudes, lo que corresponde a la fase de identificación y explicación en el método de comparación jurídica (Mancera Cota, 2008, p. 17) y cuarto objetivo específico del trabajo de investigación. Lo anterior, dará paso a un análisis crítico de la legislación nacional, para que vista a la luz de la regulación extranjera estudiada, se analice la conveniencia de realizar o no mejoras legislativas.

## 1. Delimitación Del Objeto De Comparación: Aproximación a la Figura de La Exclusión

### Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital

#### 1.1. Sujeto–Materia De Comparación

Es ampliamente reconocido que la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en sociedades de capital abiertas o cerradas, también denominada *Freeze out* o *squeeze out* en el derecho comparado, carece de una definición legal y jurisprudencial precisa en los sistemas de derecho corporativo a nivel internacional (Ventoruzzo, 2010, p. 842) y local<sup>1</sup>.

Esta complejidad se deriva del hecho de que puede realizarse “mediante la celebración de negocios jurídicos de diversa índole” (Superintendencia de Sociedades, Sentencia 800–119 de 17 de septiembre de 2015, p. 4), lo que impide, en principio, establecer una categoría específica o unívoca que permita delimitarla.

Sin embargo, pese a dicha dificultad, las aproximaciones que se hacen respecto de la figura se presentan entorno al objetivo que ésta busca, el cual, a decir verdad, tampoco se encuentra del todo bien definido.

En efecto, se ha admitido que abarca operaciones cuyo propósito es eliminar a los accionistas minoritarios del capital de la compañía, como también aquellas que buscan reducir a insignificancia su poder de voto o sus reclamaciones sobre activos corporativos, o bien, privarlos de ingresos o ventajas corporativas, con independencia de si subsisten o no en capital

---

<sup>1</sup> Así lo expresa (Ventoruzzo, 2010) al referirse de los sistemas jurídicos de los Estados Unidos de América, la Unión Europea e inclusive de los Estados europeos individualmente considerados. Por su parte, en Colombia tampoco existe definición legal, aunque sí ha sido estudiada por la Delegatura de Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades y la doctrina.

social bajo la calidad de accionistas (O'Neal, 1958, citado en The Harvard Law Review Association 1961, p. 1630). Así por ejemplo, dentro de estos ampliados propósitos, se ha admitido que una práctica de gran efectividad es la privación al accionista minoritario de un empleo remunerado en la sociedad (Medellín León, 2016; O'Neal, 1987).

Precisamente de esta amplia gama de finalidades de operaciones, ya de por sí disímiles, se han realizado intentos para desenmarcar aquellas que buscan la eliminación del vínculo entre el socio minoritario y la sociedad, de aquellas que si bien menoscaban su patrimonio no implican necesariamente su desaparición de la compañía.

En el derecho extranjero, se encuentran entonces propuestas doctrinarias que señalan que el término *squeeze-out*, cuya traducción aproximada al español sería la de exprimir a las minorías, debe referirse específicamente a las técnicas utilizadas por los accionistas controlantes y/o administraciones elegidas por los controlantes, para extraer beneficios de la sociedad y minimizar las ganancias de los accionistas minoritarios. En contraste, el término *freeze out*, o congelación de las minorías en español, comprendería situaciones diferentes en las que los accionistas mayoritarios obligan a los accionistas minoritarios a vender sus acciones, ya sea mediante una disposición legal o simplemente creando incentivos de facto y, a veces, abusivos para vender las acciones (Ventoruzzo, 2010, p.843).

En el derecho mercantil colombiano, por su parte, se ha realizado una distinción dependiendo de la toma voluntaria o no de la decisión del socio minoritario de retirarse de la compañía de la que se esté hablando. De esta forma, se señala que se trata de distintas categorías la exclusión forzosa de socios minoritarios, de la exclusión inducida de éstos:

Mientras que con la exclusión inducida los controlantes buscan persuadir al minoritario para que venda sus acciones a un precio irrisorio, en la exclusión forzosa los mayoritarios pueden deshacerse de la minoría mediante una simple decisión unilateral aprobada en la asamblea general de accionistas. (Superintendencia de Sociedades, Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015, p. 4)

Por otro lado, en la doctrina se hace referencia al *squeeze-out right* que básicamente se refiere al derecho de los accionistas mayoritarios para compeler a los accionistas minoritarios a vender sus acciones al primero por un precio apropiado (Schans Christensen et al., 2002). Es decir, la exclusión forzosa de accionistas minoritarios es una prerrogativa o derecho por parte del accionista mayoritario que ejerce control en el capital social.

Esta figura describe entonces el uso del control corporativo conferido a la mayoría estatutaria de accionistas, o al consejo de administración o junta directiva, para eliminar a los accionistas minoritarios de la empresa (O'Neal, 1987). Dicha prerrogativa que la ley le confiere al socio mayoritario es apenas lógica considerando el poder de decisión que le ofrece su participación en el capital social de la compañía, lo que en todo caso no puede asimilarse a la legitimidad de la operación, pues:

Resulta obvio que una cosa es ejercer ese legítimo imperio de la mayoría (lo que es permitido), y otra bien distinta es abusar de una posición de control en detrimento de inequívocos derechos de los asociados minoritarios (lo que tiene que ser censurado y sancionado) (Sanin, 2000, p.10).

Lo antes mencionado, implica que la exclusión forzosa de accionistas minoritarios puede realizarse a través de operaciones o negocios jurídicos legítimos, autorizados o regulados en la ley, así como también de actuaciones y estrategias de decisión abusivas, no legítimas o autorizadas que se dirigen voluntariamente al detrimento del patrimonio del minoritario, sea deshaciéndose de él o menoscabando su participación.

Ahora bien, el que se realice a través de técnicas legales, admitidas en la ley y no a través de acciones abusivas, no implica en absoluto, que del ejercicio de la figura, aún se trate del ejercicio de un derecho, configure riesgos de abuso u opresión de minorías (Medellín León, 2016).

## **1.2. Contexto de la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios en el Common Law y Civil**

### **Law**

Pero para realizar una correcta aproximación a la figura no es suficiente con intentar definirla o categorizarla; el contexto en el que se presenta su ejercicio también es ilustrativo para comprenderla a profundidad, por esta razón, a continuación se abarcará su origen en el derecho societario, propósito, partes involucradas, conflictos y riesgos que representa.

#### ***1.2.1. Origen y Propósito de la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios***

El surgimiento de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, de conformidad con la doctrina, se da con la necesidad de aprobar cambios corporativos importantes que usualmente requerían de unanimidad<sup>2</sup> de los accionistas de la compañía, como por ejemplo

---

<sup>2</sup> De acuerdo con el artículo The Harvard Law Review Association (1961) –sin referencia de autor– en los Estados Unidos de América, como en la mayoría de los países occidentales, los accionistas mayoritarios que tenían el control no podían excluir por la fuerza a los accionistas minoritarios de determinada

fusiones, ventas globales de activos, reformas mayores al contrato social, entre otras (The Harvard Law Review Association, 1961) .

Dicha situación no sólo se presentó en sistemas jurídicos del *common law*, sino también en el *civil law* presente en algunos países europeos y del que forma parte el ordenamiento jurídico colombiano, en donde, basados en el principio de la propiedad privada, se consideró como derecho inalienable el que se mantuviera la propiedad de los socios minoritarios (Ventoruzzo 2010, p. 846), aún a costa de flexibilidad corporativa necesaria para la realización de operaciones económicas de interés para el socio mayoritario y seguramente de mayor relevancia en el contexto económico que el de mantener la propiedad minoritaria.

Con el paso del tiempo y en un entorno empresarial moderno y muy dinámico, las leyes y las decisiones judiciales dieron paso a reevaluar este derecho inalienable de propiedad que otorgaba derecho de veto de los accionistas minoritarios, pues envolvían el peligro de abuso de minorías, incluso mayor que el abuso de las mayorías, en la medida en que podían frustrar transacciones generadoras de gran valor económico. En consecuencia, se eliminaron los requisitos de unanimidad para la aprobación de ciertas operaciones y, por ende, del derecho de veto, a cambio de otorgar protecciones a los accionistas disidentes consistentes en permitir la liquidación de su inversión a un precio justo, de forma tal que no se impidiera la realización de operaciones que comportaran crecimiento económico (The Harvard Law Review Association,

---

sociedad. Así pues, inicialmente en las jurisdicciones erigidas bajo derecho consuetudinario (*Common law*) se establecieron variadas limitaciones para proteger los intereses de propiedad de los inversores de capital minoritario de la voluntad de los miembros de junta directiva y accionistas mayoritarios o controlantes, como lo era el poder de veto de las decisiones corporativas mayores.

1961, pp. 1630–1631). Se cambió entonces de una visión absoluta del derecho de propiedad, a otra que enfatiza en la naturaleza económica del capital de propiedad de los inversionistas minoritarios, la cual, en consecuencia, es posible tasarse y ser compensada de forma justa<sup>3</sup>.

Las estrategias de negocios resultan ser el desencadenante de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios. De esta forma, se reconoce que puede lograrse el manejo de subsidiarias con absoluto control por parte de la compañía matriz y su integración completa a las políticas y funcionamiento del grupo empresarial. Con ello, se evita además la conformación de juntas o consejos directivos compuestos por directores que no responden a la controlante (Bates et al., 2006).

Así mismo, se admite en relación con las sociedades abiertas o listadas en bolsa que la expulsión de las minorías tiene como propósito el convertirlas en sociedades privadas o cerradas, con el fin de reducir el costo del cumplimiento de las leyes y regulaciones de valores, además que limita el riesgo de disputas legales disruptivas al eliminar la posibilidad de que a futuro las decisiones adoptadas por los administradores sean cuestionadas ante autoridades judiciales que pongan en peligro su ejecución o resultados económicos (Hamdani et al., 2020; Kahn v. & Corp., 2015; Subramanian, 2005; Ventoruzzo, 2010).

Pero además, la figura tiene como propósito proteger a la mayoría del problema de los accionistas calificados como *free-riders* (Amihud et al., 2004; Grossman & Hart, 1980 citado en

---

<sup>3</sup> En opinión de Ventoruzzo (2010) el modelo estadounidense permite una mayor flexibilidad como consecuencia de la competencia reguladora entre los estados y el enfoque basado en casos de derecho común (pp. 846–848).

Bøhren & Krosvik, 2013), así como, evitar los abusos de la minoría (Kahn v. & Corp., 2015), con el ejercicio irracional del derecho de veto (Sanin, 2000).

Por último y no menos importante, se eliminan costos que, en razón de su presencia, son necesarios para garantizar sus derechos, tales como la preparación de informes, citación a reuniones de asamblea y acceso a la información corporativa de la compañía en razón a su derecho de inspección (The Harvard Law Review Association, 1961).

### ***1.2.2. Riesgos que Comporta la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios***

Sin embargo, al paso de las ventajas que apareja la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, su empleo conlleva riesgos de abuso u opresión de éstos (Medellín León, 2016), lo que se explica por el contexto en el que se desarrolla, es decir, las transacciones y las partes involucradas en la transacción que darán como resultado el retiro forzoso.

Así pues, las operaciones en las que se autoriza la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en el derecho comparado se desarrollan en situaciones de conflictos de intereses. Tratándose de los métodos legítimos de exclusión, como fusiones y adquisiciones, se reconoce que se está en presencia de transacciones de auto-negociación (*self-dealing transactions*), que ocurren cuando el adquirente, ya directa o indirectamente, posee una participación de control significativa en la sociedad objetivo (*target*). Por ello, debido a que la riqueza general de este accionista controlante depende principalmente de las ganancias acumuladas para la sociedad adquirente, se tendría un incentivo para vender por menos a la sociedad objetivo, lo que podría

expropiar<sup>4</sup> el valor de los accionistas minoritarios en caso de que se les retire de la sociedad sin una compensación justa (Ouyang & Zhu, 2016; Restrepo, 2018).

En estas transacciones es claro entonces que los accionistas mayoritarios están en ambos lados de la transacción y utilizan su control para eliminar la propiedad de la minoría, lo que hace necesario que se plantee el deber de lealtad del primero frente al segundo (Pinto, 2014).

Esta circunstancia revela, en consecuencia, la existencia de problemas de agencia, en este caso “entre dos categorías de principal, los accionistas controladores y los minoritarios [lo que] abre la puerta para que los controladores extraigan beneficios privados de su posición de control por influencia directa en el consejo de administración o en los cargos ejecutivos” (Jaramillo et al., 2017, pp. 11–12), así como de su poder de voto en la asamblea de accionistas.

### **1.3. Delimitación del Objeto – Microcomparación. La Exclusión Forzosa de Accionistas**

#### **Minoritarios a través de Mecanismos Regulados por Ley**

Realizada una aproximación a la definición y contexto en el que se desarrolla la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, es conveniente delimitar el objeto de estudio considerando la amplitud de la figura. Tratándose el presente documento de un estudio de derecho comparado, la exclusión forzosa de accionistas minoritarios por la actuación del accionista mayoritario será estudiada según los mecanismos regulados por ley, excluyendo otras modalidades, como actuaciones abusivas que llevan a los inversionistas minoritarios a

---

<sup>4</sup> Se debe entender el término “expropiación” como la compensación injusta al accionista retirado a la fuerza y, que por tanto, disminuye su patrimonio.

retirarse de la sociedad o técnicas utilizadas para extraer beneficios de la sociedad y minimizar las ganancias de los accionistas minoritarios, o bien, su poder de voto. En este caso, el retiro forzoso de las minorías implicará entonces la adquisición completa del capital de la sociedad por el socio mayoritario que a partir de allí administrará y decidirá sobre los asuntos de la sociedad de forma exclusiva (Pinto, 2014).

#### 1.4. Sistemas Jurídicos a Comparar

Por esta razón, en adelante la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, *freeze out* o congelación de las minorías, se referirá a operaciones desarrolladas con dicho fin, en contextos legítimos o autorizados por las legislaciones de los Estados Unidos de América y Colombia que resultan de especial interés<sup>5</sup>, toda vez que se trata de actuaciones que si bien comportan riesgos importantes para la propiedad de los accionistas o inversores minoritarios, son reconocidos y alentados por la ley.

Son escogidas las jurisdicciones en comento, en la medida que resultan relevantes, bien sea en el campo de la autora del presente escrito, como lo es el ordenamiento jurídico colombiano del sistema de derecho civil (o *civil law*) y también por su amplio y sofisticado desarrollo, en el caso de Estados Unidos de América de la familia del derecho consuetudinario (o *common law*).

---

<sup>5</sup> Así lo ha reconocido la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades (Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015, p. 2), que al referirse a la controversia objeto de la sentencia, manifestó que la exclusión forzosa de accionistas minoritarios y la celebración de operaciones entre una compañía y su controlante corresponden a “dos de los asuntos de mayor relevancia en el derecho societario contemporáneo”.

Frente a este último sistema, de hecho, se ha reconocido que “La incidencia del Derecho Societario norteamericano en los procesos de reforma legislativa es tan conocida que, en lugar de hablar de globalización de esta rama del derecho, suele hablarse de la americanización del Derecho de Sociedades”(Reyes Villamizar, 2013, p. 67). Lo anterior es producto de:

La importancia económica de los EE.UU., así como el carácter práctico de sus instituciones legales, ha determinado una influencia global innegable en la mayoría de los campos del Derecho. Incluso la doctrina europea ha reconocido esta situación. Pierre Mousseron, por ejemplo, ha sostenido que la globalización (“mondialisation”) del Derecho Societario es la expresión escogida para designar la “americanización” de este campo del Derecho. (Posada Tamayo, 2008, p. 119)

Dicho pragmatismo, a su vez deviene de la flexibilidad en la regulación, afirmándose que “nos encontramos ante un ordenamiento peculiar que trata de dar cabida a cualquier necesidad práctica y que puede considerarse un exponente en lo que a flexibilización societaria se refiere”. (Navarro, 2014, p. 65)

Así pues, en la medida en que “La legislación estadounidense ha tenido incidencia significativa en las reformas societarias que se adelantan en el mundo entero” (Reyes Villamizar, 2013, p. 61) y, por lo tanto, es referente indiscutible, también se empleará para efectos del estudio de la exclusión forzosa de accionistas.

Ahora bien, la comparación se realizará sobre sistemas jurídicos y económicos distintos, considerando que en Colombia se presenta un modelo de capital de concentrado, en contraposición a “la dispersión en la titularidad de las acciones [...] fenómeno excepcional,

altamente limitado a los Estados Unidos y Gran Bretaña” (Coffee, 1999, P. 641). Esta diferencia resultará de gran importancia considerando que la exclusión forzada de accionistas minoritarios es altamente intrusiva con los derechos de estos inversionistas y el derecho societario estadounidense se ha reconocido como un sistema altamente garantista de sus derechos, precisamente por dicha dispersión de capital que requiere alta confianza por parte de los inversionistas. A este respecto, se han referidos autores colombianos:

Al parecer, la importante protección que genera el sistema anglosajón entre los pequeños inversionistas dispersos en las empresas permite que estos entreguen su confianza a la junta directiva y no ejerzan mayor control sobre su gestión. A esto contribuye, por ejemplo, un mercado de capitales desarrollado que caracteriza a estos países, el cual necesariamente expone a las compañías bursátiles a la atracción de una multitud de inversionistas, quienes perciben confianza y seguridad en términos de buena gestión y rentabilidad de su inversión. (Peña Ramírez, 2015, pp. 6-7)

Es más, a nivel internacional, la doctrina ha concluido que países con tradición del derecho consuetudinario (*common law*) brindan una mayor protección a los inversionistas que los países con tradición en el derecho civil (*civil law*) (La Porta et al., 1998), así como que en el contexto de las transacciones de fusión con exclusión o congelación de minorías (*freeze out mergers*), resultados empíricos demuestran que la protección de los intereses de los accionistas

minoritarios en contra de la expropiación<sup>6</sup> del mayoritario es también más fuerte en países del common law (Ouyang & Zhu, 2016, p. 165).

Por ello, al lado de la regulación norteamericana se revisará el nivel de protección con el que cuenta el accionista minoritario en Colombia en los eventos en que su exclusión obligatoria se admita, a fin de revisar si se encuentra al nivel de los más altos estándares normativos existentes en el mundo.

Conviene resaltar además que dentro de los Estados Unidos de América la regulación escogida para el estudio de comparación es la del Estado de Delaware, escogencia que no resulta caprichosa, pues éste es considerado como uno de los más avanzados de Estados Unidos (Black, 2007). Ofrece gran flexibilidad a los administradores de las sociedades constituidas en esa jurisdicción (Reyes Villamizar, 2013a, p. 105), además de la “claridad de la Ley General de Sociedades de Delaware (“DGCL” por su acrónimo en inglés), sumado a la experiencia y conocimientos legales y económicos de los jueces que integran sus cortes (Frías & Torrado, 2015, p. 137). Los anteriores atributos han permitido que:

De todos los estados de EEUU, Delaware es el favorito para la constitución de sociedades, siendo domicilio de más del 50% de las empresas públicas en este país y, por lo tanto, sus normas y las resoluciones de sus cortes son las más relevantes para el mundo corporativo norteamericano. (Frías & Torrado, 2015, p. 139)

---

<sup>6</sup> Se debe entender el término “expropiación” como la compensación injusta al accionista retirado a la fuerza y, que por tanto, disminuye su patrimonio.

De hecho, de acuerdo con la página oficial de Delaware, este es el domicilio líder para las sociedades estadounidenses e internacionales, con más de un millón de sociedades comerciales que han hecho de Delaware su hogar legal, contándose entre ellas a más del 66% de las empresas que pertenecen a la lista Fortune 500<sup>7</sup>.

Y en lo que se refiere a la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, tampoco es la excepción, pues:

(...) Los jueces se han dado a la tarea de examinar, con especial cuidado, las condiciones económicas pactadas para la exclusión forzosa de accionistas minoritarios. Y en ningún lugar se ha emprendido esta labor con mayor empeño que en el Estado de Delaware en los Estados Unidos. (*Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015, Martha Cecilia López contra Comercializadora G.L. S.A.S.*, 2015, p. 3)

### **1.5. Exclusión de las Sociedades de Personas en el Estudio Comparado**

Finalmente, es de aclarar que la comparación se realizará entre las sociedades comerciales colombianas de capital y las corporaciones públicas y cerradas en el caso del Estado de Delaware, excluyendo del estudio a las sociedades de personas.

Dicha exclusión no solo se realiza por la relevancia económica de las sociedades de capital en las jurisdicciones objeto de análisis, sino además porque las causales de exclusión forzosa en las sociedades de personas en el caso colombiano, no son semejantes a la figura objeto de estudio del presente trabajo. Dichas exclusiones responden, por lo general, a una sanción ante un comportamiento reprochable por parte del socio excluido en consideración a la

---

<sup>7</sup> <https://corp.delaware.gov/aboutagency/>

naturaleza intuito persona de la sociedad, según causales taxativas establecidas en la ley, más no por la dicotomía existente entre socios mayoritarios y minoritarios.

Así las cosas, a continuación, se dará paso a la descripción de regulación de la figura en el Estado de Delaware en los Estados Unidos de América.

## 2. Fase Descriptiva – Primera Parte. Tendencias Contemporáneas En La Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital. Análisis Del Modelo Adoptado En El Estado De Delaware En Los Estados Unidos De América

En el presente capítulo será objeto de revisión la regulación de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en el ordenamiento jurídico de los Estados Unidos, específicamente en el Estado de Delaware, en relación con las operaciones o métodos autorizados que tienen por efecto el retiro a la fuerza de los minoritarios. Al respecto, se reitera que el estudio se enmarca en el contexto del derecho corporativo de Delaware al ser el estado en donde se incorporan la gran mayoría de las empresas más grandes de los Estados Unidos y su derecho corporativo a menudo sirve como la autoridad a la que otros estados miran cuando desarrollan su propio derecho legal y consuetudinario (Sharfman, 2017, p. 32)

Además, el análisis también abarcará los mecanismos de protección establecidos para estos inversionistas, pues no puede olvidarse que, tratándose de técnicas legítimas, pese a que se trate de un derecho del accionista mayoritario, se está en riesgo de expropiación<sup>8</sup> de los minoritarios (Restrepo, 2018, p. 5).

Así las cosas, en primer lugar, debe reconocerse que el contexto societario de los Estados Unidos de América se caracteriza por una gran presencia de compañías con capital disperso que generan una tendencia muy dinámica y activa, no sólo a nivel de negocios, sino

---

<sup>8</sup> De acuerdo con Restrepo (2018) la figura del retiro forzoso de accionistas minoritarios, *freeze-out* o *squeeze out*, se muestra como uno de los ejemplos claros en donde se puede presentar esta situación de “expropiación”, entendida como la compensación injusta al accionista retirado a la fuerza y, que por tanto, disminuye su patrimonio.

también frente a su regulación y control judicial, lo que lo ha hecho merecedor de catalogarse como uno de los sistemas más sofisticados en el mundo del derecho societario. En este entorno, las sociedades listadas en bolsa o de capital abierto son las grandes protagonistas, lo que en todo caso no ha impedido que se realicen importantes desarrollos respecto a sociedades cerradas o de capital concentrado (F. Reyes Villamizar, 2012).

Pues bien, la figura de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios no es indiferente a esta tendencia. Su campo de acción contempla sociedades abiertas y cerradas, en donde las técnicas u operaciones autorizadas por ley que dan lugar al retiro forzoso de los minoritarios son semejantes (Pinto, 2014).

### **2.1. Operaciones o Métodos Que Dan Lugar Al Retiro Forzoso**

Considerando la multiplicidad de estados en este país, las reglas que rigen las operaciones que permiten el retiro forzoso de accionistas minoritarios varían entre jurisdicciones, pese a lo cual, todas tienen la capacidad de que una vez haya sido tomado el control por un accionista, los demás socios no puedan, como minoría, retener su participación en el capital social de la nueva compañía (Ventoruzzo, 2010). Dichas operaciones contemplan las fusiones y la venta de activos sociales<sup>9</sup>. Según Restrepo (2018), este último mecanismo es

---

<sup>9</sup> En el modelo de los Estados Unidos, también se ha considerado la división inversa de acciones, llamada en inglés *reverse stock split*, como un método de exclusión forzosa. Consiste en que la sociedad adopta una resolución por la cual se intercambia un cierto número de acciones en circulación por una acción de mayor valor. Si la relación de cambio es lo suficientemente alta, solo los accionistas más grandes tienen derecho a obtener al menos una acción y, por lo tanto, mantener su participación en la empresa; mientras tanto, los accionistas minoritarios reciben un efectivo equivalente al valor de la fracción de una acción a la que tienen derecho (The Harvard Law Review Association, 1961). Autores como Restrepo (2018) afirman que no comporta una situación de congelamiento o exclusión forzosa de accionistas minoritarios y sólo se les ha considerado así por el sometimiento de estas operaciones a la regla de revisión completa de equidad o *entire fairness requirement*, el cual es el mecanismo de protección por excelencia de los

raramente empleado para retirar a la fuerza a los accionistas minoritarios en las sociedades regidas bajo las legislaturas de Estados Unidos, siendo las técnicas más comunes las fusiones y ofertas de compra.

### ***2.1.1. Fusiones con Retiro Forzoso de Accionistas Minoritarios***

De acuerdo con Ouyang & Zhu (2016) las fusiones por congelación de la minoría, o con retiro forzoso de estos accionistas, conocidas como *Freeze-out mergers* o *Cash-out mergers*, son operaciones en las cuales el accionista controlante compra las acciones de la minoría, generalmente con el fin de retirar a la corporación del mercado público de valores y luego controlarla de forma exclusiva como corporación privada o cerrada (p. 157).

En la sección 251 de Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL) se contempla esta posibilidad, permitiendo que dos o más compañías se fusionen en una, ya sea formando una nueva corporación o a través de una corporación que absove a las remanentes sociedades fusionadas. Luego el párrafo (b) de dicha sección establece que la junta directiva de las sociedades fusionadas deben aprobar el acuerdo de fusión, el cual debe contener, entre otros asuntos, el efectivo, propiedad, derechos o valores de cualquier otra corporación o entidad que los tenedores de dichas acciones recibirán a cambio<sup>10</sup>.

En consecuencia, el accionista mayoritario de la sociedad objetivo (*target*) también es

---

accionistas minoritarios excluidos. En el presente escrito se excluye su estudio pues si bien puede afectar la participación del minoritario, diluyéndola, no la termina de forma definitiva.

<sup>10</sup> Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL), título 8, sección 251: <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.html>

propietario o parte del grupo empresarial de la compañía adquirente<sup>11</sup>, por lo que, al formalizarse el acuerdo de fusión entre ambas compañías, el controlante de la primera compra la participación de los socios minoritarios, de forma tal que se garantice su no presencia en la nueva compañía resultado de la fusión (Dalkir et al., 2019; Ouyang & Zhu, 2016; Restrepo & Subramanian, 2013).

Para el retiro forzoso de accionistas en contextos de fusión, se utilizan principalmente dos técnicas, la fusión de forma larga con retiro en efectivo y la oferta pública seguida de una fusión de forma corta (Dalk et al., 2018; Hamdani et al., 2020; Kahn v. & Corp., 2015; Ouyang & Zhu, 2016; Pinto, 2014; Subramanian, 2007).

#### **2.1.1.1. Fusión de Forma Larga con Retiro en Efectivo.**

Al hacer referencia a esta forma de fusión, llamada en inglés *long-form merger* o *one-step freeze-out*, se describen fusiones en donde las juntas directivas de las sociedades a fusionar aprueban una operación de fusión en la que la contraprestación que se ofrece a los accionistas minoritarios es efectivo u otros valores no monetarios, en lugar de acciones de la entidad sobreviviente o combinada resultante de la fusión (Restrepo, 2018; Restrepo & Subramanian, 2013).

#### **2.1.1.2. Oferta pública seguida de fusión de forma corta.**

La sección 253 de la Ley General de Sociedades de Delaware (DGLC) establece que cuando al menos el 90% de las acciones en circulación de cada clase de las acciones de una corporación o

---

<sup>11</sup> La sociedad subsidiaria suele ser la empresa objetivo (*target*), mientras que la compañía adquirente es la matriz.

corporaciones son propiedad de otra corporación, dicha compañía matriz puede fusionar la otra corporación o corporaciones en sí misma y asumir todas sus obligaciones<sup>12</sup>.

Así pues, tratándose de esta segunda modalidad, denominada en inglés *tender-offer/short-form merger* o *two-step freeze-out*, se presenta en dos pasos. El primero que corresponde a una oferta de compra voluntaria sobre todas las acciones en circulación lanzadas por la sociedad matriz a los socios minoritarios objetivo de la sociedad subsidiaria, generalmente dirigida a adquirir al menos el 90%<sup>13</sup> de las acciones en circulación. El segundo paso, corresponde a una fusión, en este caso denominada abreviada o de forma corta, pues debido a que la matriz controladora en la que se fusionará la subsidiaria posee más del 90% de las acciones después de la oferta pública, la decisión de retirar los accionistas restantes requiere simplemente la aprobación de la junta directiva de la sociedad controlante, obviando así el voto de los accionistas de cualquiera de las sociedades o de los directores de la sociedad subsidiaria. La resolución de la junta por la cual se aprobará esta fusión incluirá los términos en que los accionistas minoritarios de sociedad subsidiaria serán compensados<sup>14</sup> (Bates et al., 2006; Hamdani et al., 2020; Restrepo, 2013).

### ***2.1.2. Venta de activos***

---

<sup>12</sup> Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL), título 8, sección 253:  
<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.html>

<sup>13</sup> Así aplica según la ley de Delaware, así como en la de la mayoría de las otras jurisdicciones de los Estados Unidos (Bates et al., 2006; Bøhren & Krosvik, 2013; Hamdani et al., 2020).

<sup>14</sup> Las compensaciones pueden realizarse en dinero, propiedad, derechos y valores en el caso de la *Delaware General Corporation Law* (DGLC).

Otra operación que trae como resultado la exclusión o congelación de los minoritarios es la venta de todos o sustancialmente todos los activos de la sociedad a otra de propiedad o controlada por el mismo sujeto que controla a la corporación vendedora, lo que ocasiona que ésta se liquide, o bien, se le permita permanecer en existencia pero sin el contrato de sus activos anteriores. Una venta de activos requiere el consentimiento de los accionistas, pero un accionista controlante puede tener suficientes votos para determinar unilateralmente la transacción, escenario en el que se deja a los accionistas minoritarios con la opción limitada de desafiar el acuerdo de venta de activos o ejercer los derechos de los disidentes, cuando estén disponibles (O'Neal, 1987; Pinto, 2014; The Harvard Law Review Association, 1961).

## **2.2. Mecanismos De Protección Al Accionista Minoritario**

En general en los Estados Unidos el énfasis en términos de protección de las minorías se basa en asegurar que los inversionistas obtengan el valor razonable de sus acciones y no en un derecho absoluto para que sigan siendo accionistas<sup>15</sup> (Ventoruzzo, 2010).

### ***2.2.1. Derecho De Tasación***

En este orden de ideas, algunos estados cuentan con el derecho de tasación o *appraisal rights* que se refiere a la posibilidad que tiene el accionista minoritario de cuestionar judicialmente el valor ofrecido por el accionista mayoritario controlante que lo excluye a la fuerza de la sociedad, al considerar que el precio no es suficiente y, en consecuencia, aumentarlo. Dependiendo de la jurisdicción de la que se esté hablando, se deberán agotar

---

<sup>15</sup> Se parte de la base de que los accionistas son principalmente inversores con un interés financiero en una corporación, por lo que liquidados a un valor razonable ante una situación de coerción, pueden encontrar otras alternativas de inversión en el mercado.

ciertos requisitos para activar este derecho que logra que un tercero valore las acciones y determine el precio justo de las mismas, para efectos de corregir el precio inicialmente pagado (Restrepo & Subramanian, 2013; The Harvard Law Review Association, 1961). En el caso de Delaware, la sección 262 de la Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL) señala que se otorgará a aquellos que:

(i) votaron en contra de la fusión (de ser necesario su voto); (ii) mantengan la propiedad de sus acciones al momento de presentar la demanda; (iii) continúen siendo accionistas en la fecha en la que se ejecute la fusión; y, (iv) consideren que la contraprestación ofrecida por sus acciones en el contexto de la FOM (*Freeze Out Merger*) es inferior al monto que les corresponde, tienen el derecho a que estas sean revaluadas a valor de mercado. Cabe señalar que la revaluación no será aplicable cuando el medio de contraprestación utilizado sean acciones listadas en el mercado de valores.

La revaluación de acciones es realizada por la Court of Chancery de Delaware a solicitud de los accionistas opositores que hayan cumplido con los requisitos establecidos por el artículo 262 de la DGCL antes descritos. De acuerdo al literal (h) de dicho artículo, las cortes de Delaware deben valorizar las acciones de la compañía como si esta estuviese en marcha, pero excluyendo el valor agregado obtenido en virtud de la fusión. El método de valuación que normalmente usan las cortes es el de “flujo de caja descontado. (Frías & Torrado, 2015, p. 143)

### ***2.2.2. Revisión De La Equidad Completa De La Operación (“Entire Fairness***

#### ***Requirement”) Y La Regla De Juicio Comercial (“Business Judgement Rule”)***

Las compras forzosas de la participación de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas controlantes en las distintas jurisdicciones de los Estados Unidos y, especialmente en el Estado de Delaware, han estado históricamente sujetas a la revisión de equidad completa o regla de *entire fairness review*. Este mecanismo de protección judicial que permite una revisión del precio del acuerdo de congelación o retiro cuando éste es impugnado, el cual abarca tanto el trato justo (*fair dealing*) como el precio justo (*fair price*), siendo el primero un elemento de procedimiento que se relaciona con la forma en que se negocia la adquisición, mientras que el segundo se refiere a la justificación económica detrás del acuerdo (Restrepo, 2013, 2018; Subramanian, 2005, 2007).

De acuerdo con Restrepo (2013) la regla de *entire fairness review* ha sido una protección para los accionistas minoritarios en las fusiones desde 1952, cuando en el caso *Sterling Vs. Mayflower Hotel Corporation* y *Gottlieb Vs. Hayden Chemical Corporation*, la Corte Suprema de Delaware sostuvo que los minoritarios en esas transacciones tienen derecho a la revisión judicial del precio pagado por el controlante si consideran que el precio es injustamente bajo (p. 325).

Su aplicación se da en la modalidad de retiro forzoso de minoría a través de la técnica de fusión de forma larga, más no en la oferta de compra de acciones seguida de una fusión en

forma corta<sup>16</sup>, en donde por lo general aplica la regla juicio comercial (*Business Judgement Rule*)<sup>17</sup>.

Esta última regla, más laxa en la revisión judicial de la legitimidad de la exclusión, ha sido reconocida durante mucho tiempo como un concepto fundamental en el Derecho Societario de Delaware<sup>18</sup>. Su aplicación se presenta bajo el amparo de la sección 141(a) la Ley General de Sociedades de Delaware (DGCL), que establece que los negocios y asuntos de cada corporación serán administrados por o bajo la dirección de una junta directiva, excepto que se disponga lo contrario en este capítulo o en su certificado de incorporación (Johnson, 2013, p. 410). En esta medida, considerando que las decisiones comerciales generalmente se toman en condiciones de incertidumbre, implican la asunción de riesgos y puede que no redunden en beneficio para la corporación, con el fin de evitar que los miembros de junta directiva resulten personalmente responsables de las pérdidas corporativas, se introdujo la regla del juicio empresarial en el derecho corporativo (Giraldo & Cañón, 2005, p. 17).

---

<sup>16</sup> Según Restrepo (2018) en el litigio “In re Liticonix Shareholders Litigation” (Del. Ch. 19 de junio de 2001), el Tribunal de Delaware eximió los *freeze-out* de las ofertas de acciones del requerimiento revisión completa de equidad, posiblemente porque los accionistas minoritarios están suficientemente protegidos en esas transacciones por la decisión de la licitación misma.

<sup>17</sup> Desde el año 2002, en el litigio “In re Pure Resources Shareholders Litigation” (Del. Ch. 2002, 808 A.2d 421), la Corte del Estado de Delaware estableció esta diferenciación en los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios tratándose de fusiones de forma larga y ofertas seguidas de fusiones de formas corta, las modalidades más usuales de transacciones de retiro forzoso de accionistas (*freeze-out minority*).

<sup>18</sup> Así lo declara el estado de Delaware en su página oficial (“*The Delaware Way: Deference to the Business Judgment of Directors Who Act Loyally and Carefully*”) al afirmar que la regla del juicio comercial se aplica incluso si la decisión comercial más tarde resulta no ser acertada, siendo la pieza central de la ley de sociedades de Delaware (<https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>).

En consecuencia, el propósito de la regla de juicio comercial o *Business Judgement Rule* es proporcionar un puerto seguro que hace que tanto los directores como sus acciones sean inexpugnables si se cumplen ciertos requisitos previos, lo que resulta ser una manifestación legal de una política económica basada en la libertad económica y el fomento de la toma de riesgos informada (L. Johnson, 2000, p. 632).

También se ha reconocido que su razón o fundamento consiste en el deseo de abstenerse de castigar a la junta por errores honestos de juicio, el respeto por la voluntad estipulada en los estatutos sociales que casi siempre colocan la mayor parte de la autoridad para toma de decisiones en la junta directiva y la reconocida falta de experiencia comercial de los tribunales<sup>19</sup>. Respecto de este último asunto, se ha dicho entonces que los jueces deben respetar la toma de decisiones de la junta por la simple razón de que son inferiores a ésta para determinar cuál es la mejor decisión corporativa y, por lo tanto, no deben asumir la función de revisar las decisiones sustantivas de la junta, incluida la determinación de los grados de riesgo empresarial. Así pues, los jueces reconocen que carecen de información, habilidades para la toma de decisiones y experiencia en relación con la gestión corporativa (Sharfman, 2017, p. 47).

Ahora bien, la regla de juicio comercial o *Business Judgement Rule* tiene múltiples facetas, pues funciona como una presunción a favor de las acciones de la junta directiva, en el sentido de

---

<sup>19</sup> De acuerdo con Sharfman en el caso *Corwin Vs. KKR Financial Holdings LLC* (125 A.3d 304, 313–14 Del. 2015), la Corte Suprema de Delaware declaró que la razón fundamental de la regla es que los jueces están mal posicionados para evaluar la sabiduría de las decisiones comerciales y es de poca utilidad que cuestionen la determinación de quienes tomaron la decisión con más información.

presumir que los directores de una corporación actuaron sobre una base informada, de buena fe y con la creencia honesta de que la acción tomada fue en el mejor interés de la empresa (Bainbridge, 2004). Por otro lado, se considera un estándar de revisión judicial que implica una revisión ligera de las decisiones comerciales o incluso un estándar de no revisión ya que no implica una revisión de los méritos o calidad de una decisión comercial (Branson, 2002, p. 635; L. Johnson, 2000, p. 625).

Adicionalmente y derivado de lo anterior, se le califica como una doctrina de abstención porque un tribunal no tendrá derecho a revisar bajo la regla de la equidad completa (*entire fairness review*) una decisión de la junta si no se refutan las presunciones otorgadas a su favor por la regla de juicio comercial (Giraldo & Cañón, 2005, p. 25), es decir, que haya evidencia de un incumplimiento de los deberes fiduciarios o de una mancha en torno a una decisión de la junta (Sharfman, 2017, p. 31), por lo que incluso se asegura que es más probable que la revisión judicial sea la excepción en lugar de la regla (Bainbridge, 2004).

En general, esta regla sólo aplicará si se reúnen ciertas condiciones. De acuerdo con la página oficial de Delaware, la ley del estado otorgará a los directores las presunciones siempre que la mayoría de los directores no tengan intereses en conflicto en la decisión, ésta se lleve a cabo con el debido cuidado y de buena fe<sup>20</sup>, pues estos deberes se subsumen en la regla (Giraldo & Cañón, 2005, p. 18; L. P. Q. Johnson, 2013, p. 413).

---

<sup>20</sup> <https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/> "The Delaware Way: Deference to the Business Judgment of Directors Who Act Loyal and Carefully".

Tratándose de transacciones que implican la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, los requerimientos para su aplicación son mucho más específicos, como lo son: i) que la oferta haya sido aprobada por la mayoría de la minoría (*majority of the minority condition* o *MOM condition*) y ii) que el oferente garantice que la fusión de forma corta se realizará rápidamente y en las mismas condiciones de precio o valor de intercambio de la oferta pública de acciones. De no cumplirse las condiciones, se dará paso a la aplicación de la revisión de la equidad completa de la operación, lo cual no suele ocurrir en la práctica, pues la decisión judicial en la que se basó la adopción de estas condiciones incentivó su uso generalizado durante la operación, para evitar la revisión judicial estricta (Restrepo, 2013, p. 329).

Pero en últimas, ¿cuáles son las implicaciones exactas de la aplicación de la regla juicio comercial (*Business Judgement Rule*) o, bien, de la revisión de equidad completa (*Entire Fairness Review*)? Pues bien, la primera de ellas, que es la regla general, protegerá a los directores de la responsabilidad por sus decisiones siempre que exista una decisión comercial, desinterés e independencia, el debido cuidado, buena fe y ningún abuso de discreción, no constituya fraude, o ilegalidad, toda vez que existe una presunción de que los directores han actuado de acuerdo con cada uno de estos elementos y esta presunción no puede ser superada a menos que se aleguen hechos específicos que demuestren lo contrario.

Lo anterior quiere decir que los accionistas minoritarios que acudan a los estrados judiciales en Delaware demandando la revisión de la transacción que los excluyó, tendrán en su cabeza la carga de la prueba para demostrar que los directores que tomaron la decisión faltaron a sus deberes de cuidado y lealtad. Si un accionista demandante no cumple con esta

carga probatoria, la regla de juicio comercial aparece para proteger a los directores y las decisiones que toman, por lo que los tribunales no cuestionarán dichos juicios comerciales.

Sin embargo, en caso de que se supere la presunción, porque los accionistas minoritarios demandantes lograron demostrar un incumplimiento en los deberes de los miembros de la junta que aprobaron la transacción, la carga de la prueba se trasladará a los directores acusados para demostrar que el acto o transacción impugnada fue completamente justa para la corporación y sus accionistas, dando paso a revisión de equidad completa o *Entire Fairness Review* (L. Johnson, 2000, pp. 627–628; L. P. Q. Johnson, 2013, p. 411; Sharfman, 2017, pp. 50–52).

Además, es importante destacar que el desarrollo jurisprudencial de ambas reglas ha impuesto estándares de comportamiento para las operaciones que se realicen después de sus pronunciamientos. Así a partir del año 2013, al tratarse de incentivar el uso simultáneo de la aprobación de un comité especial de directores independientes (*special committee* o *SC*) para la operación o método de exclusión, así como de la regla de la mayoría de las minorías (*majority of the minority condition* o *MOM condition*), el Tribunal de Delaware sostuvo en el litigio *MFW Shareholders Litigation* (Mayo 29, 2013) que si en un retiro o congelamiento por fusión se emplean dichas protecciones, la transacción sería revisada bajo la regla de juicio comercial (*Business Judgement Rule*) y no bajo la revisión de equidad completa (*Entire Fairness Review*). De esta forma se relajó la protección, ante la existencia de medidas preventivas que son consideradas eficientes, decisión que se ha replicado en los demás Estados del país (Dalk et al., 2018; Hamdani et al., 2020; Ouyang & Zhu, 2016; Restrepo, 2018).

Como lo demuestra el derecho norteamericano, importantes regulaciones, métodos y técnicas de protección ofrece el derecho extranjero en la exclusión forzosa de accionistas minoritarios. Lo anterior resultará de utilidad para su comparación con el caso colombiano, el cual se analizará en el siguiente capítulo, con el fin de que posteriormente se aborden sus semejanzas y diferencias tanto en los tipos sociales, las operaciones o métodos que autorizan la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, así como en los mecanismos de protección establecidos para estos inversionistas, esperándose del estudio que arroje luz sobre las mejoras que pueden presentarse en el derecho nacional.

### **3. Fase Descriptiva – Segunda Parte. Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital En El Derecho Societario Colombiano**

La exclusión de accionistas minoritarios, objeto del estudio comparativo del presente escrito y, en general, la exclusión de socios sin consideración especial al tipo de socio u operación que se pretende realizar por parte del accionista mayoritario, tiene más que distintas, opuestas aproximaciones en el derecho colombiano, dependiendo del tipo societario del que se trate (Medellín León, 2016; Sanin, 2000).

#### **3.1. Sociedad Anónima Cerrada**

Así las cosas, la posibilidad de excluir del capital social a los socios de las sociedades que se encuentran reguladas por el Código de Comercio, de forma general, se consagra en el artículo 125 de este estatuto y, de manera específica para la sociedad anónima, en el artículo 397, en donde dentro de los denominados arbitrios de indemnización, se establece como una de las alternativas de sanción al no pago de las acciones, la separación del socio incumplido de la compañía (Superintendencia de Sociedades, Sentencias 2018-01-358854 de 3 de agosto de 2018, p. 3 y 801-44 del 10 de mayo de 2016, p. 2).

Fuera de esta modalidad de exclusión y aunque no exista regulación que prohíba, como tampoco que permita la exclusión forzosa de accionistas minoritarios en las sociedades anónimas<sup>21</sup>, lo cierto es que la doctrina ha señalado que:

---

<sup>21</sup> Contrariamente a lo que ocurre con la sociedad anónima, en las sociedades de personas (sociedades colectiva, en comandita simple y limitada) se admite, si bien de manera muy limitada y reglada, la exclusión de socios en la modalidad de sanción debido a la naturaleza *intuitu personae* de dichas tipos de

En Colombia no se acepta como viable la exclusión del accionista (...), salvo en la hipótesis de no pago del aporte de capital. Ello obedece a la consideración típica, en el sentido de que la única obligación que asume el asociado es la de suministrar al fondo social su respectiva aportación (...). Así pues, resulta lógico que el incumplimiento pueda ocasionar para el accionista respectivo la pena de separación en los términos del artículo 397 del mismo estatuto. (Reyes Villamizar, p. 218)

De igual forma, la Superintendencia de Sociedades ha manifestado que:

A la ausencia de prohibición legal se suma la compatibilidad de la cláusula de exclusión con el régimen legal del tipo. Dicho examen, en opinión del Despacho, conduce a la conclusión de que la exclusión es incompatible con el tipo de sociedad anónima, razón por la cual no es dable su estipulación. (Superintendencia de Sociedades, oficios 220-042318 del 22 de marzo de 2018, 220-030164 del 21 de marzo de 2013 y 220-070317 del 29 de abril de 2009).

Esta situación ha llevado a concluir entonces que ni siquiera por vía estatutaria los accionistas en las sociedades anónimas se encuentran facultados para el establecimiento de causales de exclusión de sus socios (Sanin, 2000), lo que ha sido expresado por la Superintendencia de Sociedades, en los siguientes términos:

---

sociedades, además que se admite establecer causales adicionales a las reguladas por ley al interior de los estatutos sociales. (Reyes 2016, p.62)

En consecuencia, tenemos que no existe libertad contractual para pactar las causales 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 la figura jurídica de la exclusión de los accionistas la situación que usted anota en este punto, considera esta oficina que no hay lugar para con base en ella ni en ninguna otra excluir a un accionista. (Superintendencia de Sociedades, oficios 220-030164 del 21 de marzo de 2013 y 220-070317 del 29 de abril de 2009).

### **3.2. Sociedad Anónima Abierta**

Por su lado, en las sociedades anónimas abiertas<sup>22</sup>, es decir, aquellas cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores y en la bolsa de valores, tampoco existe regulación que permita la figura de la exclusión de los accionistas minoritarios y, en general, la expulsión de socios.

Si bien el artículo 70 de la ley 510 de 1999, por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero, asegurador y el mercado público de valores, se estableció una posibilidad de exclusión, ésta fue declarada inconstitucional 10 años después en la sentencia C-133 de 2009 de la Corte Constitucional. Su texto original señalaba:

A los poseedores de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y en una o más bolsas de valores del país que durante un término de veinte (20) años no hayan

---

<sup>22</sup> Las sociedades abiertas en Colombia coinciden con las sociedades públicas en los Estados Unidos de América.

ejercido ninguno de los derechos consagrados en la ley o en los estatutos sociales, la sociedad podrá, previa aprobación de la asamblea de accionistas, readquirir sus acciones consignando el precio que corresponda, de acuerdo con el valor patrimonial de la acción al último ejercicio contable anterior a la readquisición, en una partida a disposición del o los accionistas. (Ley 510 de 1999, artículo 70).

De acuerdo con la alta corte, el artículo era una clara violación al derecho de propiedad privada, el cual, si bien cuenta con limitaciones en la Constitución, dentro de las que se encuentran su propósito social y ambiental y los eventos de expropiación y extinción del dominio, no da cabida a la exclusión forzosa de accionistas. Por otro lado, al no proveer mecanismos de defensa para el excluido, resultaba en violación al derecho del debido proceso (Corte Constitucional, Sentencia C-133 de 2009).

### **3.3. Sociedades por Acciones Simplificadas**

Tratándose de las Sociedades por Acciones Simplificadas (SAS), por el contrario, no solo se contemplan mecanismos de exclusión de accionistas<sup>23</sup> (Reyes Villamizar, 2013b), sino que además se regula la figura de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios a manos del mayoritario, también conocida en el derecho comparado como *Freeze out* o congelación de las minorías (Superintendencia de Sociedades, *Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*; *Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*). Dicha regulación no resulta extraña a este tipo de sociedad, la cual, se ha distinguido por traer grandes avances en el derecho societario

---

<sup>23</sup> La ley 1258 de 2008, en el artículo 39, regula la posibilidad de regular estatutariamente causales de exclusión de accionistas, para lo cual deben aplicarse las reglas del derecho de retiro previsto en el artículo 12 y siguientes de la ley 222 de 1995.

colombiano, con el fin de adaptarlo a las nuevas necesidades del mercado y los nuevos modelos de negocio, para lo cual ha tomado desarrollos de otras jurisdicciones, entre ellas la de los Estados Unidos de América (Reyes Villamizar, 2013b).

### ***3.3.1. Operaciones o Métodos que Dan Lugar al Retiro Forzoso***

Pues bien, la ley 1258 de 2008, por la cual se crea la SAS, establece tres operaciones de exclusión, la fusión y escisión sin adscripción de acciones, la fusión abreviada y la enajenación global de activos.

#### **3.3.1.1. Exclusión Forzosa en Operación de Fusión y Escisión Sin Adscripción de Acciones.**

Según el párrafo del artículo 30 de la ley 1258 de 2008, relacionado con las normas aplicables a las operaciones de transformación, fusión y escisión:

Los accionistas de las sociedades absorbidas o escindidas podrán recibir dinero en efectivo, acciones, cuotas sociales o títulos de participación en cualquier sociedad o cualquier otro activo, como única contraprestación en los procesos de fusión o escisión que adelanten las sociedades por acciones simplificadas. (Ley 1258, 2008, artículo 30)

De esta forma se consagra la posibilidad de liquidar de forma obligatoria la participación de los socios minoritarios de forma tal que no sea necesaria la adscripción de acciones en la sociedad que resulte del proceso de fusión o escisión (Reyes Villamizar, 2013b; Vaei Lustgarten, 2014).

Para la aprobación de estas operaciones sólo se requiere a su favor la mayoría de los votos presentes en la reunión de la asamblea de socios, por lo que el accionista mayoritario que

posea dicha cantidad de acciones adoptará sin inconvenientes la decisión de que los accionistas minoritarios no suscriban acciones en la compañía.

En palabras de la Superintendencia de Sociedades “en estas hipótesis, se producirá en la práctica un reembolso obligado de los aportes de los minoritarios, al valor establecido en la relación de canje prevista para la fusión” (Superintendencia de Sociedades, *Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*).

Ahora bien, considerando que los términos del intercambio o valor de la relación de canje se encuentran incluidos en el proyecto de escisión o fusión previamente preparado por la administración de la compañía, el cual se aprueba por mayoría en la asamblea de accionistas, se tiene que los accionistas minoritarios no podrán oponerse ni a la transacción como a los términos de intercambio o consideración que recibirán (Medellín León, 2016; Reyes Villamizar, 2013b; Vaei Lustgarten, 2014).

### **3.3.1.2. Exclusión Forzosa en la Fusión Abreviada.**

El artículo 33 de la ley 1258 de 2008 define a la fusión abreviada de la siguiente forma:

En aquellos casos en que una sociedad detente más del noventa (90%) de las acciones de una sociedad por acciones simplificada, aquella podrá absorber a esta, mediante determinación adoptada por los representantes legales o por las juntas directivas de las sociedades participantes en el proceso de fusión (...). (Ley 1258 de 2008, artículo 33)

Esta operación, de acuerdo con el inciso segundo del artículo 33 “(...) podrá dar lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas ausentes y disidentes en los términos de la

Ley 222 de 1995, así como a la acción de oposición judicial prevista en el artículo 175 del Código de Comercio” (Ley 1258 de 2008, artículo 33).

### **3.3.1.3. Enajenación Global de Activos al Accionista Controlante Seguida de la Liquidación de la Compañía.**

Con ocasión de la posibilidad dispuesta en el artículo 32 de la Ley 1258 de 2008, también se pueden excluir forzosamente los accionistas minoritarios en las operaciones de enajenación global de activos al accionista controlante. De acuerdo con dicho artículo:

Se entenderá que existe enajenación global de activos cuando la sociedad por acciones simplificada se proponga enajenar activos y pasivos que representen el cincuenta (50%) o más del patrimonio líquido de la compañía en la fecha de enajenación (...). (Ley 1258 de 2008, artículo 32).

Para que esta posibilidad se active serán necesarios dos pasos. El primero, consistente en que la decisión de realizar la operación de enajenación, la cual se debe adoptar en el seno de la asamblea de accionistas, cuente con el voto favorable de la mayoría simple de las acciones presentes en la reunión. En este sentido, bastaría con la votación del accionista mayoritario y controlante que sea el titular de la mitad más una de las acciones de la sociedad. El segundo paso, será la posterior liquidación de la compañía, en donde se redimirá la participación de los socios minoritarios (Reyes Villamizar, 2013b).

De acuerdo con la jurisprudencia de la Superintendencia de Sociedades (*Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*) en este método de exclusión de los accionistas minoritarios:

El accionista mayoritario puede disponer que la totalidad de los activos sociales le sean enajenados a una compañía en la que tal sujeto sea propietario del 100% de las acciones en circulación. Una vez cumplida esta operación, el minoritario habrá pasado de detentar derechos económicos sobre una unidad productiva, a ser el titular de un porcentaje sobre las sumas dinerarias recibidas por la compañía vendedora. En ese momento podrá ordenarse la disolución de la sociedad enajenante, de modo que los asociados minoritarios reciban su cuota social de liquidación, calculada a partir del precio fijado para la cesión global de activos. (p. 4)

Como ocurre con la operación de fusión abreviada, en la enajenación global de activos, “esta operación dará lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas ausentes y disidentes en caso de desmejora patrimonial” (Ley 1258 de 2008, artículo 32).

### ***3.3.2. Mecanismos de Protección al Accionista Minoritario***

#### **3.3.2.1. Derecho de Retiro en la Fusión Abreviada y Enajenación Global de Activos.**

Los artículos 32 y 33 establecen como mecanismo de protección de los accionistas en la SAS, la posibilidad de que en las operaciones de fusión abreviada y enajenación global de activos sea procedente el ejercicio del derecho de retiro. En este último caso, el derecho de retiro puede ser ejercido por los accionistas ausentes o disidentes de la operación en cuestión dentro de los ocho días siguientes a la fecha de adopción de la decisión, por comunicación escrita dirigida al representante legal de la sociedad (Ley 222 de 1995, artículo 14); mientras

que en la fusión abreviada, en la medida en que no se requiere asamblea de socios para aprobar la operación, se ha entendido:

que la calidad de ausente la tienen todos los accionistas de las sociedades participantes en la fusión abreviada, en razón a que la decisión es adoptada por los órganos de administración, y por ende no se celebra reunión del máximo órgano social respecto del cual pueda predicarse la ausencia de algunos asociados. (Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-048575 de 22 de junio de 2012).

Así pues, la Superintendencia de Sociedades (*Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*), señaló que gracias al derecho de retiro "(...) los accionistas minoritarios están facultados para solicitar un avalúo de sus participaciones de capital a efectos del reembolso a que alude el artículo 16 de la Ley 222 de 1995". Dicho avalúo se realizará:

Con base en el valor de la compañía para la fecha en que se aprobó la correspondiente enajenación global. Así pues, aunque se fije un precio exiguo para la cesión de los activos sociales, el reembolso de las participaciones de los minoritarios deberá cumplirse al valor que tenía la compañía antes de perfeccionarse esa operación.

(Superintendencia de Sociedades, *Sentencia 800119 de 17 septiembre 16 de 2015, p. 6*)

Además de lo anterior, la Superintendencia (*Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015; Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*) menciona que el artículo 136 de la Ley 446 de 1998 establece la posibilidad de iniciar un proceso judicial, en el que se asegure que los

accionistas que ejercieron el derecho de retiro reciban un precio justo por sus acciones, a través de dictámenes periciales<sup>24</sup>.

### 3.3.2.2. Acciones judiciales que controvierten las decisiones de órganos sociales.

Siempre que la exclusión de los accionistas minoritarios se produzca por una decisión de la asamblea, como la fusión sin adscripción de acciones y la enajenación forzosa de accionistas, los socios que se encuentren inconformes también están habilitados para defender sus intereses en ejercicio de las acciones de impugnación previstas en el Código de Comercio (Superintendencia de Sociedades, *Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*). Así las cosas:

Un minoritario puede hacer uso de la acción de impugnación prevista en los artículos 190 y 191 del Código de Comercio para controvertir decisiones adoptadas sin el número de votos previstos en los estatutos o en las leyes, o excediendo los límites del contrato social y aquellas que no se ajusten a las prescripciones legales o a los estatutos (Superintendencia de Sociedades, Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016).

---

<sup>24</sup> Artículo 136 de la Ley 446 de 1998. *Si con ocasión del reembolso de aportes en los casos previstos en la ley o del ejercicio del derecho de preferencia en la negociación de acciones, cuotas sociales o partes de interés surgen discrepancias entre los asociados, o entre éstos y la sociedad respecto al valor de las mismas, éste será fijado por peritos designados por las partes o en su defecto por el Superintendente Bancario, de Sociedades o de Valores, en el caso de sociedades sometidas a su vigilancia. Tratándose de sociedades no sometidas a dicha vigilancia, la designación corresponderá al Superintendente de Sociedades. En uno u otro caso, se procederá conforme se indica en el artículo anterior.*

### ***3.3.2.2.1. Acción de Abuso del Derecho de Voto en SAS.***

La Superintendencia de Sociedades (*Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016; Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*) reconoce que “otro importante medio de protección para hacerle frente a las exclusiones forzosas que busquen perjudicar a los accionistas minoritarios está regulado en el artículo 43 de la citada Ley 1258”. Dicho artículo se refiere a la acción de abuso del derecho de voto, aplicable en los casos de enajenación global de activos y fusión sin adscripción de acciones, en donde se “requiere la anuencia de la asamblea general de accionistas, [por lo que] la decisión correspondiente podrá controvertirse con fundamento en [dicha] figura (...)” (*Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*). Según la normatividad, el voto abusivo es aquel:

(...) ejercido con el propósito de causar daño a la compañía o a otros accionistas o de obtener para sí o para una tercera ventaja injustificada, así como aquel voto del que pueda resultar un perjuicio para la compañía o para los otros accionistas. (Ley 1258 de 2008, artículo 43).

En estos casos, la acción trae como resultado que los accionistas abusivos indemnicen los daños que su actuación ocasione, además de que la Superintendencia de Sociedades “pueda declarar la nulidad absoluta de la determinación adoptada, por la ilicitud del objeto” (Ley 1258 de 2008, artículo 43).

### ***3.3.2.2.2. Régimen Conflictos de Intereses.***

La enajenación global de activos a la controlante, así como la fusión sin suscripción de acciones y la fusión abreviada, envuelven en sí mismas transacciones de auto-negociación, al

involucrar en la transacción a partes vinculadas como lo son la sociedad controlada y su accionista controlante. Estas operaciones pueden llegar a ser los escenarios perfectos para que el accionista mayoritario de forma abusiva extraiga recursos de la sociedad sin compartirlos con el restante de socios, expropiando<sup>25</sup> así el valor de su inversión (Superintendencia de Sociedades, *Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*).

En este tipo de operaciones, según el numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222 de 1995, los administradores deben:

Abstenerse de participar por sí o por interpuesta persona en interés personal o de terceros, en actividades que impliquen competencia con la sociedad o en actos respecto de los cuales exista conflicto de intereses, salvo autorización expresa de la junta de socios o asamblea general de accionistas” (Ley 222 de 1995, artículo 23).

Si bien para la aprobación de operaciones en conflicto de interés en el seno de la asamblea de accionistas, es factible que el socio controlante apruebe con sus votos la operación, sin que éstos sean descontados<sup>26</sup>, resulta de particular importancia la exigencia establecida en el artículo 23 que señala que dicha aprobación sólo es procedente cuando “el acto no perjudique los intereses de la sociedad”<sup>27</sup>. En consecuencia, en palabras de la Superintendencia “(d)e constatarse tal circunstancia ante las instancias judiciales, podría

---

<sup>25</sup> Se debe entender el término “expropiación” como la compensación injusta al accionista retirado a la fuerza y, que por tanto, disminuye su patrimonio.

<sup>26</sup> De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades en la asamblea general de accionistas en donde se apruebe la ejecución de operaciones con conflicto de intereses sólo pueden descontarse los votos del administrador conflictuado, más no del accionista que también está en conflicto.

<sup>27</sup> Ley 222 de 1995.

declararse la nulidad absoluta tanto de la autorización asamblearia como de los negocios celebrados al amparo de esa decisión social” (*Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016, p. 8*).

Además, en estos procesos judiciales la Superintendencia también considera que podría invertirse la carga de la prueba, en la medida en que el administrador que celebró la operación y el accionista controlante que contrató con la sociedad “tengan mayor cercanía con el material probatorio y (...) se trata de las partes que intervinieron en los hechos que dieron lugar al litigio” (*Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016, p. 8*). Por otro lado, de conformidad con el artículo 5 del Decreto 1925 de 2009, por el cual se reglamenta lo relativo a conflicto de intereses, se deberá seguir las reglas del proceso verbal sumario<sup>28</sup>, “sin perjuicio de otros mecanismos de solución de conflictos establecidos en los estatutos”<sup>29</sup>. El efecto de de la declaración de nulidad de este tipo de actos será el de [restituir] “*las cosas a su estado anterior, lo que podría incluir, entre otros, el reintegro de las ganancias obtenidas con la realización de la conducta sancionada*”<sup>30</sup>.

Esta acción genera para los administradores que participaron en la operación responsabilidad por los perjuicios ocasionados<sup>31</sup>, sin embargo, no tiene dentro de sus objetivos

---

<sup>28</sup> El artículo 5 del Decreto 1925 de 2009 remite al artículo 233 de la Ley 225 de 1995 que a su vez remite a la aplicación de las normas del proceso verbal sumario: “Los conflictos que tengan origen en el contrato social o en la ley que lo rige, cuando no se hayan sometido a pacto arbitral o amigable composición, se sujetarán al trámite del proceso verbal sumario, salvo disposición legal en contrario”.

<sup>29</sup> Ley 222 de 1995.

<sup>30</sup> Decreto 1925 de 2009, artículo 5.

<sup>31</sup> Una vez declarada la nulidad de una decisión de la asamblea en ejercicio de la impugnación de decisiones reglada en el artículo 191 del Código de Comercio, el artículo 192 establece que “*los administradores tomarán, bajo su propia responsabilidad por los perjuicios que ocasione su negligencia, las medidas necesarias para que se cumpla la sentencia correspondiente*”. Por su parte el artículo 5 del Decreto 1925 de 2009 señala que “*el administrador que obre contrariando lo dispuesto en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, será condenado a indemnizar a quien hubiese causado perjuicios. El juez*

revisar si para el reembolso de aportes en casos de exclusión de accionistas se aplicó un precio justo de liquidación.

---

*competente, según lo establecido en la ley, podrá sancionar a los administradores con multas y/o con la inhabilidad para ejercer el comercio, sin perjuicio de la responsabilidad penal que dicha conducta pudiese generar”.*

#### **4. Fase De Identificación Y Explicación En El Proceso Comparativo. Comparación De La Exclusión Forzosa De Accionistas Minoritarios En Las Sociedades De Capital En El Derecho Del Estado De Delaware En Los Estados Unidos América Y Colombia**

Luego de analizar el tratamiento de la figura de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, también denominado *Freeze-out* o congelación de las minorías, en los ordenamientos jurídicos de Estados Unidos y Colombia, a continuación, en seguimiento del método de comparación, se analizarán las semejanzas y diferencias en las referidas legislaciones.

Para lo anterior, la comparación o fase de identificación y explicación, se abordará desde tres ángulos distintos: tipos societarios en los que aplica, operaciones o métodos de exclusión y mecanismos de protección al accionista minoritario. Este análisis incluirá no solo la descripción de las semejanzas y diferencias, sino que además incluirá un análisis crítico de las razones e importancia de dichas diferencias y semejanzas en la exclusión forzosa de accionistas minoritarios con especial énfasis al derecho societario colombiano, a efectos de analizar la posibilidad de sugerir una mejora legislativa, también denominada trasplante legal en el método comparado, proveniente de la legislación europea y/o estadounidense a la colombiana.

##### **4.1. Diferencias y Semejanzas Según el Tipo Societario en el que se Admite la Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios**

Como previamente se manifestó, en los Estados Unidos de América la exclusión forzosa de accionistas minoritarios se presenta en igual medida en las sociedades cerradas (*Private*

*Corporations*), así como en listadas en bolsa o de capital abierto (*Public Corporations*) (Pinto, 2014), siendo estas últimas las que más atención generan, considerando que son precisamente estas compañías las que mayor valor económico generan en un sistema de capital disperso.

En contraposición, la legislación colombiana no contempla regulaciones que permitan la exclusión forzosa de minoritarios en las sociedades anónimas cerradas (Sanin, 2000; Superintendencia de Sociedades, Sentencias 800–175 de 3 de agosto de 2018, p. 3 y 801–44 del 10 de mayo de 2016, p. 2), como tampoco en las sociedades anónimas abiertas o cuyas acciones estas listadas en la bolsa. En el primero de los tipos, se ha afirmado que la exclusión de socios es incompatible con su naturaleza (Reyes Villamizar, p. 218), mientras que, en el segundo, se declaró inexecutable la única posibilidad de exclusión (Corte Constitucional, Sentencia C–133 de 2009) que, aunque no calza con la figura comparada, tampoco implica necesariamente la imposibilidad de reglar la figura hacia futuro, evitando los defectos señalados por la Corte Constitucional para asegurar su aplicabilidad.

Pese a lo anterior, en Colombia se autoriza la utilización de esta figura en la SAS, tipo societario de capital cerrado. Esto resulta entendible al ser la legislación más reciente y moderna que se introduce en el derecho societario colombiano. Además, evidencia al mismo tiempo lo rezagada que se encuentra la legislación del Código de Comercio, con previsiones poco flexibles y sin mayor libertad para la autorregulación vía estatutaria por parte de sus socios, que le impiden alcanzar el grado de sofisticación que se requiere para la realización de las operaciones económicas como las que implican la exclusión forzada de socios.

## 4.2. Diferencias y Semejanzas según las Operaciones o Métodos de Exclusión de Accionistas

### Minoritarios Autorizados

Respecto de las operaciones o métodos autorizados para la exclusión de socios minoritarios, las operaciones de fusión (*freezing-out mergers*), en sus formas de fusión de forma larga con retiro en efectivo (*long-form merger* o *one-step freeze-out*) y la oferta pública seguida de una fusión de forma corta (*tender-offer/short-form merger* o *two-step freeze-out*), suelen ser las más frecuentemente utilizadas en los Estados Unidos de América (Restrepo, 2013; Restrepo & Subramanian, 2013; Ventoruzzo, 2010). Otras formas de exclusión lo comportan la venta de activos y la división inversa de acciones (*reverse stock split*), siendo la primera raramente utilizada y la segunda una operación que se excluyó de la comparación al no eliminar de forma definitiva la participación del minoritario.

Pues bien, en el único tipo societario en el que se admite en Colombia la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, las operaciones que dan lugar a ello corresponden, en primer lugar, a la fusión sin suscripción de acciones, comparable con la fusión de forma larga con retiro de efectivo del derecho norteamericano. En segundo lugar, la fusión abreviada, similar a la oferta pública seguida de una fusión de forma corta (*tender-offer/short-form merger* o *two-step freeze-out*), al permitir que con la propiedad de más del 90% de las acciones, una sociedad pueda absorber a otra con la sola decisión de los administradores y sin la anuencia de la asamblea. Finalmente, es admisible en la enajenación global de activos como forma de exclusión, similar a la venta de activos en Estados Unidos.

### 4.3. Diferencias y Semejanzas según los Mecanismos de Protección al Accionista Minoritario

#### Excluido Forzosamente

En materia de los mecanismos de protección a los inversionistas minoritarios separados a la fuerza del capital social de la compañía, para efectos del análisis comparativo debe partirse en primer lugar en la filosofía detrás del derecho de propiedad.

Es así como, en los Estados Unidos de América el derecho de propiedad, si bien fundamentalmente importante, no comporta un derecho absoluto que impida que una persona deje de ser accionista, sino por el contrario y acudiendo al espíritu pragmático que alimenta no sólo su derecho, sino su cultura, lo que se protege es el valor razonable de las acciones, esto es el valor de la inversión, la cual puede realizarse en cualquier compañía o empresa del mercado (Ventoruzzo, 2010).

A lo que a este aspecto se refiere, Colombia resulta ser un caso particular. Si bien al no regular la exclusión de socios en las sociedades anónimas cerradas y sacar del ordenamiento la única posibilidad en las sociedades anónimas abiertas, lo cual es un claro indicador de la herencia recibida del derecho europeo continental al considerar la propiedad inalienable; en las SAS acoge posibilidades de exclusión en operaciones reguladas en el derecho norteamericano (Superintendencia de Sociedades, *Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015*; *Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*; Vaei Lustgarten, 2014). Esta situación, más que mostrar una contradicción en la legislación, deja entrever la falta de modernización de las instituciones reguladas en el Código de Comercio que data del año 1971 y no se acompasa de las

necesidades empresariales actuales, las cuales vienen a ser suplidas, en parte, por la SAS, tipo societario de mayor aplicación en Colombia (Reyes Villamizar, 2013b).

Esta filosofía sobre el derecho de propiedad guía las distintas regulaciones en las legislaciones comparadas para establecer los mecanismos de protección a los accionistas minoritarios, en donde también influye las tradiciones jurídicas del *Common Law* y *Civil Law* que siguen los ordenamientos jurídicos comparados.

Así, por ejemplo, en los Estados Unidos de América los mecanismos de protección se centran en asegurar que el trato y el precio de salida de los minoritarios es justo (Restrepo & Subramanian, 2013), pues no existe un derecho absoluto a permanecer como socio, pero sí a proteger su inversión, compensándola adecuadamente (O'Neal, 1987). Lo anterior, se logra a través de una serie de decisiones jurisprudenciales que se convirtieron en reglas de conducta para las operaciones de exclusión que le siguieron luego de proferidas. En consecuencia, reglas como la revisión de equidad completa o *entire fairness review* y la regla del juicio comercial o *judgement business rule* se encargan de establecer una serie de requisitos previos a la salida o compra forzosas que aseguren, de forma muy técnica y sofisticada, que se compensó justamente dicha salida (Restrepo, 2013). Por supuesto, el hecho de que estas protecciones sean jurisprudenciales refleja la preeminencia de los jueces en la regulación de asuntos como el societario, devenido de su tradición del *Common Law*.

Las anteriores protecciones se muestran técnicas y diseñadas de forma específica para las operaciones que dan lugar a la exclusión forzosa de socios. Este no es el caso colombiano, en donde en los artículos 32 y 33 de la ley 1258 de 2008, en primer lugar, remiten al derecho

de retiro regulado en el artículo 12 y siguientes de la ley 222 de 1995 para las operaciones de transformación, fusión y escisión en caso de desmejora patrimonial del accionista ausente o disidente quien voluntariamente puede decidir retirarse de la compañía, pero que no está diseñado especialmente para casos de exclusión forzosa.

Fuera de ello, el derecho de retiro presenta dudas para garantizar la compensación justa y oportuna del excluido. Ciertamente se ha considerado que:

El derecho de retiro, en los términos en que se encuentra consagrado en nuestra legislación resulta un derecho ineficaz, debido a las muchas trabas y exigencias a que se encuentra sometido su ejercicio. Igualmente, son pocas las causales presupuesto del retiro, lo que lo hace de extrema ocurrencia (Mora Sarria, 2003, p. 7).

En verdad, se pueden presentar varios obstáculos para el ejercicio de este derecho, entre ellos que el resto de los accionistas se nieguen a adquirir las acciones ofrecidas, así como la limitación de la sociedad de sólo comprar acciones por el monto de las reservas de la para adquisiciones o de las utilidades líquidas (Ley 222 de 1995, artículo 15). Fuera de ello, en caso de que no sean compradas sus acciones ni por la sociedad o los socios, otro obstáculo que puede encontrar un accionista es que en el reembolso de sus acciones (Ley 222 de 1995, artículo 16) se tienen que aplicar regulaciones para la reducción de capital (Mora Sarria, 2003b), que son las siguientes:

Artículo 145. Autorización para la disminución del capital social: La Superintendencia de Sociedades autorizará la disminución del capital social en cualquier compañía cuando se pruebe que la sociedad carece de pasivo externo; o que hecha la reducción los

activos sociales representan no menos del doble del pasivo externo, o que los acreedores sociales acepten expresamente y por escrito la reducción, cualquiera que fuere el monto del activo o de los activos sociales (Código de Comercio, Decreto 410 de 1971).

Ahora bien, aunque no puede pasarse por alto que también existen acciones judiciales que traen protecciones para los accionistas excluidos a la fuerza<sup>32</sup>, en donde las decisiones judiciales de la Superintendencia de Sociedades han jugado un importante papel para reconocerlas, lo cierto es que como en el caso del derecho de retiro, se trata de una solución no específica para las exclusiones forzadas.

Pese a que esta situación en sí misma, en principio, podría no generar controversia siempre que el accionista forzado a retirarse de la sociedad sea debidamente compensando, lo cual tampoco es cierto, sí muestra que la legislación colombiana no cuenta con mecanismos de protección especiales y sofisticados para atender las exclusiones, a diferencia del modelo de los Estados Unidos de América. Este sistema se enfoca en que de forma previa a que se realice la exclusión existan garantías suficientes para que el accionista minoritario se compense debidamente y bajo un proceso igualmente justo.

Por otro lado, la acción de impugnación de decisiones de las asambleas por no ajustarse a las prescripciones legales y los estatutos, así como la acción de nulidad de los actos ejecutados en contra del régimen de conflicto de intereses, generan para los administradores

---

<sup>32</sup> Tales como las acciones judiciales de impugnación de decisiones de los órganos sociales, la acción de abuso del derecho y la aplicación del régimen de conflicto de intereses.

que participaron en la operación responsabilidad por los perjuicios ocasionados<sup>33</sup>, sin embargo, no tienen dentro de sus objetivos revisar si para el reembolso de aportes en casos de exclusión de accionistas se aplicó un precio justo de liquidación.

Esta situación implica que debe revisarse con detalle los efectos que se buscan en el ejercicio de las acciones, ya que puede ser necesario el empleo de varias de ellas como complemento, las cuales en todo caso no buscarán revisar la justicia o equidad del precio de retiro de los minoritarios, sino la operación detrás de dicho retiro y solamente por las causas señaladas en la ley. Esta particularidad es mencionada por la Superintendencia de Sociedades (*Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016*, p. 11), al señalar en una de sus notas que:

Es imperativo reiterar que la demandante ha presentado una acción de impugnación, con base en la posible violación de lo previsto en el numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222 de 1995. Por este motivo, el debate que se surta en este proceso habrá de circunscribirse a establecer si la venta autorizada por los accionistas controlantes de Embohuila S.A. puede perjudicar los intereses de la compañía. Es decir que el Despacho no estudiará la conducta de los controlantes y administradores de Embohuila S.A. en

---

<sup>33</sup> Una vez declarada la nulidad de una decisión de la asamblea en ejercicio de la impugnación de decisiones reglada en el artículo 191 del Código de Comercio, el artículo 192 establece que *“los administradores tomarán, bajo su propia responsabilidad por los perjuicios que ocasione su negligencia, las medidas necesarias para que se cumpla la sentencia correspondiente”*. Por su parte el artículo 5 del Decreto 1925 de 2009 señala que *“el administrador que obre contrariando lo dispuesto en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, será condenado a indemnizar a quien hubiese causado perjuicios. El juez competente, según lo establecido en la ley, podrá sancionar a los administradores con multas y/o con la inhabilidad para ejercer el comercio, sin perjuicio de la responsabilidad penal que dicha conducta pudiese generar”*.

torno a la terminación del contrato de suministro, ni el precio justo que debería recibir Luis Helí Tovar & Cía S. en C. por sus acciones en la compañía.

#### **4.4. Mejoras Legislativas en Colombia a partir del Proceso de Comparación de los Modelos de Exclusión Forzosa de Accionistas Minoritarios**

A partir del estudio comparativo de la exclusión forzosa de accionistas minoritarios, importantes regulaciones pueden transplantarse de los ordenamientos jurídicos extranjeros al colombiano con el fin de mejorar la regulación.

En primer lugar, se considera importante permitir que en tipos societarios distintos a la SAS se puedan llevar a cabo operaciones que tengan por efecto la exclusión forzosa de accionistas minoritarios. Si bien pueden presentarse riesgos que pongan en peligro la inversión del minoritario, como lo es una injusta compensación en la liquidación de su participación, lo cierto es que para que operaciones de gran envergadura y valor económico se lleven a cabo, pueda ser necesaria la exclusión.

Así por ejemplo, las operaciones de fusión permiten la unión de los activos de la subsidiaria y matriz para concentrarlos en la consecución de los fines del grupo empresarial, ya sea a través de expansión en el mercado o fortalecimiento de sus finanzas haciéndolas más competitivas. Adicionalmente, y no menos importante, las operaciones de fusión evitan la desalineación de intereses que puede presentarse con la pluralidad de accionistas y que conllevan conflictos societarios, como las demandas de nulidad por parte de los minoritarios en contra de las decisiones tomadas en los órganos sociales por parte de los minoritarios y que pueden poner en riesgo las decisiones tomadas (Frías & Torrado, 2015, p. 140).

En este punto, resulta entonces pragmático concebir el derecho de propiedad como se considera en los Estados Unidos de América, un derecho de fundamental protección, pero no para conservar un *statu quo* eterno de accionista, sino para garantizar su compensación justa cuando sea necesaria su exclusión.

Así pues, la exclusión forzosa de accionistas minoritarios debería ser también aplicable en las sociedades anónimas que además son las únicas que pueden listarse en bolsa de valores, las cuales requieren de una modernización completa que las ponga al tono de las necesidades empresariales que exige el actual contexto económico.

Téngase además en cuenta que la regulación de la exclusión forzosa puede ser una forma de controlar los abusos del accionista controlante o mayoritario, pues la prohibición de excluir a la fuerza a los minoritarios, puede llevar a escenarios en donde se toman medidas abusivas que terminan menoscabando la propiedad del minoritario no solo para dañarlo, sino también para motivar su retiro. Por lo que si en vez de prohibición, se está ante una posibilidad legítima, seguramente no se emplearán medidas arbitrarias que induzcan a los socios a su retiro, por no ser necesarias e involucrar riesgos de reclamaciones judiciales.

En segundo lugar, tratándose de las operaciones o métodos de exclusión, los contemplados en las SAS pueden también adoptarse en las sociedades anónimas abiertas y cerradas, las cuales como se observa obedecen a las principales modalidades establecidas en los Estados Unidos de América.

Sin embargo, los mecanismos de protección al minoritario establecidos en la SAS y que también deberían considerarse en las sociedades anónimas y cerradas cuando en ellas se

admita la posibilidad de la exclusión, deben presentar un cambio. En consecuencia, en tercer lugar, se considera que deben establecerse mecanismos de protección especiales para este tipo de operaciones que puedan garantizar un proceso y precio justo de salida de la inversión minoritaria y no echar mano de mecanismos previstos para otros supuestos y que en la práctica resultan poco efectivos, como el derecho de retiro.

Así por ejemplo, el establecimiento de reglas en el avalúo de la participación, encargados de realizarla y aprobarla, posibilidad de controvertirlo como lo permiten las reglas norteamericanas de revisión de la equidad completa, pueden tratarse de una óptima medida para excluir si bien a la fuerza, de forma justa.

Una buena fórmula para ello y como mecanismo *ex ante* a la revisión judicial de las decisiones que aprueben el retiro, es establecer como obligación la contratación de un tercero profesional e independiente para el avalúo de la participación a liquidar y determinación de las demás condiciones en que se realizará la operación, garantizando la posibilidad para los minoritarios y el mayoritario de solicitar su aclaración, adición y objeción, con específicos límites de tiempo. Esta solución que se aproxima a la regla de aprobación del Comité Especial (SC) propiciada jurisprudencialmente la Corte de Delaware, garantizaría la estructuración de una operación libre de conflictos de interés y justa en precio, que propiciaría un proceso justo para el retiro forzoso.

De otro lado, se propone dar paso a la aplicación potestativa de la regla de mayoría de la minoría (*MOM rule*) desarrollada en el Estado de Delaware, a fin de que, fuera de las decisiones que deben tomar los socios para aprobar el retiro forzoso, las condiciones definidas

por tercero independiente también se sometan a la aprobación de cada uno de los accionistas minoritarios. Así pues, en caso de aplicarse la regla, para la eventual situación de una revisión judicial alentada por accionistas en desacuerdo con su retiro, podría establecerse un estándar de revisión como el la regla juicio comercial o *Business Judgement Rule*, en donde la carga de la prueba resida en el demandante, considerando la apariencia de precio y negocio justo.

En caso contrario, es decir, cuando no se de la aplicación de la regla de mayoría de la minoría, en la revisión judicial el estándar de revisión implicará la inversión de la carga de la prueba para que sea la compañía y el accionista mayoritario los encargados de demostrar la justicia en la negociación y el precio del retiro (*Entire Fairness Review*).

Fuera de lo anterior, a la par, debe darse un cambio en la acción judicial de revisión del retiro forzoso de accionistas minoritarios. El establecimiento de una acción especial, que más allá de buscar el reproche y la indemnización de perjuicios, permita la justa compensación de la participación de los accionistas minoritarios excluidos, sin necesidad de acudir a distintas acciones judiciales con el consecuente desgaste económico para los afectados y la justicia.

### Conclusiones

La exclusión forzosa de accionistas minoritarios, *freeze out* o *squeeze out*, realizada a través de negocios jurídicos variados, dificulta la construcción de una definición única.

Sin embargo, para asegurar un conocimiento apropiado de la figura, específicamente tratándose de aquella que se encuentra prevista en mecanismos legítimos, se acudió al derecho comparado a fin de contrastar la legislación colombiana con la establecida en el Estado de Delaware de los Estados Unidos de América.

Es así como, a partir de dicho cotejo en la compra, liquidación o reembolso forzoso de la participación de accionistas minoritarios en las sociedades de capital, se evidenció la doble naturaleza de la figura, pues al tiempo que se trata del ejercicio del derecho del accionista mayoritario para facilitar ciertas transacciones económicas (como la fusión y enajenación global de activos), también resulta ser una exigencia de protección de los derechos de las minorías en el capital social.

En el modelo del Estado de Delaware en los Estados Unidos precisamente se encontró una regulación que ofrece un buen balance entre las transacciones económicamente atractivas para el accionista controlante y que implican la salida obligatoria de los minoritarios, como en los mecanismos que impiden situaciones de abuso del derecho de la mayoría, garantizando un ambiente de inversión respetuoso y garantista del inversionista minoritario. Además, su aplicación se presenta de igual manera en las sociedades cerradas (*closed corporations*) como en las listadas en bolsa de valores (*public corporations*), esencialmente en operaciones de fusión.

Por su parte, en el caso colombiano se encontraron ciertas deficiencias advertidas luego del análisis comparativo. La primera de ellas se relaciona con el campo de acción de la figura, pues se encuentra limitada para su uso en las SAS, sin admitirse su empleo en las sociedades anónimas abiertas y cerradas. Esta situación de prohibición, más que impedir la salida de los accionistas minoritarios, puede llegar a crear incentivos para que las exclusiones forzosas se realicen de formas ilegítimas o en abuso del derecho por parte del controlante. Es por lo anterior, que se aboga por una nueva legislación que admita su uso ampliado en las sociedades anónimas, tal como ocurre en Delaware con las corporaciones cerradas y aquellas que se encuentran listadas en bolsa. Esta será la forma más efectiva de proteger los intereses de los minoritarios, a la par que se moderniza la legislación poco flexible de este tipo societario.

La segunda deficiencia notada en la regulación de Colombia es que, pese a que se cuenta con una variedad de mecanismos de protección del interés de los minoritarios en las SAS, lo cierto es que no se trata de herramientas diseñadas para garantizar un proceso de venta y un precio justo en las salidas forzosas. En esa medida, aprovechando las bondades de la comparación, se sugiere adoptar mecanismos eficaces y especializados como los empleados en el Estado de Delaware, los cuales si bien nacieron de las revisiones judiciales, han marcado un estándar de comportamiento al interior de las compañías, que en todo caso puede ser objeto de revisión por los jueces.

### Referencias

- Amihud, Y., Kahan, M., & Sundaram, R. K. (2004). The foundations of freezeout laws in takeovers. *Journal of Finance*, *59*(3), 1325–1344. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00664.x>
- Bainbridge, S. M. (2004). The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine. *Vanderbilt Law Review*, *57*(83).
- Bates, T. W., Lemmon, M. L., Linck, J. S., Booth, R., Burns, N., Eckbo, E., Elson, C., Irvine, P., Kahle, K., Laux, P., Lipson, M., Netter, J., Thomas, R., Thorburn, K., Thompson, R. B., & Walkling, R. (2006). Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold? *Journal of Financial Economics*, *81*, 681–708. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.009>
- Bebchuk, L. A., & Kahan, M. (2000). 8. Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. In R. K. Morck (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (Issue January, pp. 247–264). University of Chicago Press. <https://www.nber.org/chapters/c9011.pdf>
- Black, L. S. (2007). *Why Corporations Choose Delaware*.
- Bøhren, Ø., & Krosvik, N. E. (2013). The economics of minority freezeouts: Evidence from the courtroom. *International Review of Law and Economics*, *36*, 48–58. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2013.04.007>
- Branson, D. M. (2002). The Rule that Isn't a Rule – the Business Judgment Rule. *Valparaiso University Law Review*, *36*(1), 631–654. [https://scholarship.law.pitt.edu/fac\\_articles/233](https://scholarship.law.pitt.edu/fac_articles/233)

Coffee, J. C. (1999). The future as History: The Prospects for Global Corporate Governance and its implication. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641–708.

Congreso de la República de Colombia. (1995, 20 de diciembre). Ley 222. *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*. Diario Oficial No. 42.156.

[http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0222\\_1995.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0222_1995.html)

Congreso de la República de Colombia. (1998, 7 de julio). Ley 446. *Por la cual se adoptan como legislación permanente algunas normas del Decreto 2651 de 1991, se modifican algunas del Código de Procedimiento Civil, se derogan otras de la Ley 23 de 1991 y del Decreto 2279 de 1989, se modifican y expiden normas del Código Contencioso Administrativo y se dictan otras disposiciones sobre descongestión, eficiencia y acceso a la justicia*. Diario Oficial No. 43.335.

[http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0446\\_1998.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0446_1998.html)

Congreso de la República de Colombia. (1999, 3 de agosto). Ley 510. *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*. Diario Oficial No 43.654.

[http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0510\\_1999.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0510_1999.html)

Corte Constitucional. (2009, 25 de febrero). Sentencia C–133/09 (Jaime Araujo Rentería, M. P.).

<https://www.corteconstitucional.gov.co/RELATORIA/2009/C-133-09.htm>

Dalk, E., Dalkir, M., & Levit, D. (2018). Freeze-out Mergers. *The Review of Financial Studies*,

32(8), 3266–3297. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy102>

Dalkır, E., Dalkır, M., & Levit, D. (2019). Freeze–Out Mergers. *The Review of Financial Studies*,

32(8), 3266–3297. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy102>

Delaware Department of State. (s.f.). *Delaware Corporate Law*. Consultado el 10 de octubre de

2021. <https://delcode.delaware.gov/>

Delaware General Corporation Law (DGCL) o Ley General de Sociedades de Delaware.

<https://delcode.delaware.gov/>

Ferrante, A. (2016). Entre derecho comparado y derecho extranjero: Comparación jurídica.

*Revista Chilena de Derecho*, 43(2), 0–0. [https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?pid=S0718-](https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?pid=S0718-34372016000200010&script=sci_arttext&lng=p)

[34372016000200010&script=sci\\_arttext&lng=p](https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?pid=S0718-34372016000200010&script=sci_arttext&lng=p)

Frías, E., & Torrado, E. (2015). Freeze–out mergers y compensación en dinero en el Perú:

Análisis a partir de lo establecido por las leyes de Delaware. *IUS ET VERITAS*, 24(51), 134–

155. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15657/16094>

Giraldo, C. A. L., & Cañón, M. P. D. (2005). Modern conception of business judgment rule: a

case study on delaware jurisprudence. *International Law: Revista Colombiana de Derecho*

*Internacional*, 3(5), 13–39.

Hamdani, A., Lauterbach, B., & Mugeran, Y. (2020). Reservation prices in shareholders’

response to freeze–out tender offers. *Journal of International Financial Markets,*

*Institutions and Money*, 64, 101160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101160>

Jaramillo, C. Á., Reyes, G. N., & Dolabella, M. P. (2017). Gobiernos corporativos e inversión

extranjera directa en América Latina Las fusiones y adquisiciones transfronterizas. *CEPAL*,

*Serie Desarrollo Productivo*, 209(C), 7-95.

[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41739/S1700425\\_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41739/S1700425_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Johnson, L. (2000). The Modest Business Judgment Rule. *The Business Lawyer*, 55(2), 625-652.

<http://www.jstor.org/stable/40687937>

Johnson, L. P. Q. (2013). Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule , Corporate Purpose. *Delaware Journal of Corporate Law*, 405(38).

<https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1346&context=wlufac>

Kahn v., & Corp., M. & F. W. (2015). Corporate Law — Mergers and Acquisitions — Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections. *Harvard Law Review*, 128(6), 1818-1825.

[www.jstor.org/stable/24643906](http://www.jstor.org/stable/24643906)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.

Mancera Cota, A. (2008). Consideraciones durante el proceso comparativo. *Boletín Mexicano de Derecho Comparado*, XL(121), 213-243.

<https://doi.org/10.22201/ij.24484873e.2008.121.3963>

Medellín León, S. (2016). Abuso del derecho de voto de mayorías: lecciones para la aplicación del régimen de opresión de minoritarios en Colombia. *Revista de Derecho Privado, Universidad de Los Andes*, 56, 1-34. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?>

Mora Sarria, L. A. (2003a). Derecho de retiro ¿realidad o letra muerta? *Criterio Jurídico*, 1(3), 7-

33. <https://revistas.javerianacali.edu.co/index.php/criteriojuridico/article/view/215>

Mora Sarria, L. A. (2003b). Derecho de Retiro ¿realidad o letra muerta? *Revista Criterio Jurídico – Pontificia Universidad Javeriana Cali*.

Navarro, L. (2014). Evoluciones recientes en Derecho societario europeo y español. *Foro de Derecho Mercantil, Revista Internacional*, 44, 59–79.

O’Neal, F. H. (1987). Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights. *Cleveland State Law Review*, 35(1), 121–146.

<https://engagedscholarship.csuohio.edu/clevstlrev/vol35/iss1/7>

Ouyang, W., & Zhu, P. (2016). An international study of shareholder protection in freeze-out M&A transactions. *International Review of Financial Analysis*, 45, 157–171.

<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.03.011>

Peña Ramírez, M. V. (2015). Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles. *Revista de Derecho Privado*, 54, 1–49.

<https://doi.org/10.15425/redepriv.54.2015.06>

Pinto, A. R. (2014). Protection of Close Corporation Minority Shareholders in the United States. *The American Journal of Comparative Law*, 62, 361–385. [www.jstor.org/stable/26425402](http://www.jstor.org/stable/26425402)

Posada Tamayo, J. A. (2008). Una visión desde el derecho comparado y el análisis económico del derecho de la estructura societaria en latinoamerica. *Estudios de Derecho*, 66(146), 111–146.

Presidencia de la República. (1971, 27 de marzo). Decreto 410. *Por el cual se expide el Código de Comercio*. Diario Oficial No. 33.339.

[http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/codigo\\_comercio.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html)

Presidencia de la República. (2009, 28 de mayo). Decreto 1925. *Por medio del cual se reglamenta parcialmente el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, y demás normas concordantes, en lo relativo a conflicto de interés y competencia con la sociedad por parte de los administradores de la sociedad.* Diario Oficial No. 47.364. <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1371598>

Restrepo, F. (2013). 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; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 154, 3(2)*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2242487>

Restrepo, F. (2018). Judicial Deference, Procedural Protections, and Deal Outcomes in Freezeout Transactions: Evidence from the Effect of MFW. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3105169>

Restrepo, F., & Subramanian, G. (2013). The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure and Outcomes: Evidence on the Unified Approach. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working, 153*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2297707>

Reyes Villamizar, F. (2013a). *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea* (Legis (ed.); 4ta.).

Reyes Villamizar, F. (2013b). *SAS: La sociedad por acciones simplificada* (Editorial Legis (ed.); 2a ed.).

Sanin, I. (2000). El retiro y la exclusión en el derecho societario. *Revista Facultad de Derecho y*

*Ciencias Políticas*, 102, 7-25. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5617402>

Schans Christensen, J., Garrido Garcia, J. M., Hopt, C., Rickford, J., & Guido, R. (2002). Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union. *Oxford University Press, January*, 825-924.

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322)

Sharfman, B. S. (2017). The Importance of the Business Judgment Rule. *New York University Journal of Law & Business*, 14, 27-69. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2888052>

Superintendencia de Sociedades, oficio 220-070317 del 29 de abril de 2009.

<https://vlex.com.co/vid/oficio-406746981>

Superintendencia de Sociedades, oficio 220-030164 del 21 de marzo de 2013.

[https://www.supersociedades.gov.co/nuestra\\_entidad/normatividad/normatividad\\_conceptos\\_juridicos/OFICIO\\_220-030164\\_DE\\_2013.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO_220-030164_DE_2013.pdf)

Superintendencia de Sociedades, Sentencia 800-44 del 18 de julio de 2014; Isabel Cristina

Sánchez Beltrán contra Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito Integral S.A.S.

[https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/SL\\_Cia\\_del\\_Infractor\\_de\\_Tr%C3%A1nsito\\_18\\_07\\_2014.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/SL_Cia_del_Infractor_de_Tr%C3%A1nsito_18_07_2014.pdf)

Superintendencia de Sociedades, Sentencia 800-119 de 17 de septiembre de 2015, Martha

Cecilia López contra Comercializadora G.L. S.A.S., (2015).

<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>

Superintendencia de Sociedades, Auto No. 800-6051 de 20 de abril de 2016; Luis Helí Tóvar &

Cía S. en C. contra Embotelladora del Huila S.A., (2016).

[https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/A\\_Embotelladora\\_Del\\_Huila\\_25\\_04\\_2016.pdf](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/A_Embotelladora_Del_Huila_25_04_2016.pdf)

Superintendencia de Sociedades, Sentencia 2018-01-358854 de 3 de agosto de 2018, Proceso 800-00175; Leidy Milena Calderón Jácome en contra de Evacrocs S.A.S., (2018).

[https://www.supersociedades.gov.co/delegatura\\_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/2018-01-358854.PDF](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_mercantiles/Normatividad/Jurisprudencia/2018-01-358854.PDF)

Superintendencia de Sociedades, oficio 220-042318 del 22 de marzo de 2018.

[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)

Subramanian, G. (2005). Fixing freezeouts. *Yale Law Journal*, 115(1), 2-70.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.634268>

Subramanian, G. (2007). Post-Siliconix freeze-outs: Theory and evidence. *Journal of Legal Studies*, 36(1), 1-26. <https://doi.org/10.1086/508267>

The Harvard Law Review Association. (1961). Freezing out Minority Shareholders. *Harvard Law Review*, 74(8), 1630-1647. <https://doi.org/10.2307/1338376>

Vaei Lustgarten, S. (2014). *Fusión y escisión de sociedades*.

<https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>

Ventoruzzo, M. (2010). Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Legal Studies Research Paper Dickinson School of Law*, 841(5), 842-916.

[https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1028&context=fac\\_works](https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1028&context=fac_works)