



**ABUSO DEL DERECHO EN MATERIA SOCIETARIA:
OPRESIÓN DE ACCIONISTAS Y POLÍTICAS DE REPARTICIÓN
DE UTILIDADES EN COLOMBIA**

JUAN PABLO AMAYA PRIETO

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.53.2015.02>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 53

Enero - Junio de 2015. ISSN 1909-7794

Abuso del derecho en materia societaria: opresión de accionistas y políticas de repartición de utilidades en Colombia

Resumen

En este artículo se analiza el ejercicio indebido del derecho de voto por parte de quienes controlan la sociedad de capital cerrada, como mecanismo para oprimir deliberadamente a los accionistas minoritarios y adquirir sus acciones a menor precio. Se sostiene que los expedientes de protección de accionistas del ordenamiento societario colombiano deben complementarse con criterios analíticos prácticos que faciliten la fiscalización judicial de las políticas internas de dividendos en las sociedades comerciales. Para ello, se recopilan los desarrollos doctrinarios y legislativos más significativos de las legislaciones extranjeras de mayor relevancia. En particular, se analiza la renombrada “doctrina de la opresión de accionistas” del sistema estadounidense. Finalmente, se proponen ciertas pautas para la revisión judicial *ex post* de las políticas de repartición de utilidades en las sociedades de capital.

Palabras clave: derecho societario, abuso del derecho, dividendos, retención de utilidades, opresión de accionistas, exclusión inducida.

The Improper Exercise of Majority Control: Shareholder Oppression and Corporate Dividend Policy in Colombia

Abstract

Majority control is often used by controlling shareholders as a harmful instrument to exclude minority investors from the company's financial profits. This article examines the available remedies in Colombian legislation against oppressive conduct and the role of enforcement institutions in constraining the majority's ability to exploit the minority. Section II of the article presents a comprehensive analysis of the Shareholder Oppression Doctrine, as a useful guide to address the challenge posed by the rise of dividend disputes in the close corporation setting. Sections III and IV turn to the introduction of analytic criteria intended to simplify the judicial scrutiny of corporate dividend policy. The goal is to create a framework meant to provide guidance for judges and regulators in the process of shaping substantive and procedural rules, which restrict the improper exercise of majority control and encourage the rise of good corporate law.

Keywords: corporate law, majority control, shareholder oppression, dividend policy, squeeze-outs, voting rights, close corporations.

Abuso do direito em matéria societária: opressão de acionistas e políticas de repartição de utilidades na Colômbia

Resumo

Neste artigo é analisado o exercício indevido do direito de voto por parte de quem controla a sociedade de capital fechada, como mecanismo para oprimir deliberadamente aos acionistas minoritários e adquirir suas ações a menor preço. Sustenta-se que os expedientes de proteção de acionistas do ordenamento societário colombiano devem se complementar com critérios analíticos práticos que facilitem a fiscalização judicial das políticas internas de dividendos nas sociedades comerciais. Para isso, são recopilados os desenvolvimentos doutrinários e legislativos mais significativos das legislações estrangeiras de maior relevância. Em particular, analisa-se a renomada “doutrina da opressão de acionistas” do sistema estadunidense. Finalmente, são propostas certas pautas para a revisão judicial *ex post* das políticas de repartição de utilidades nas sociedades de capital.

Palavras-chave: direito societário, abuso do direito, dividendos, retenção de utilidades, opressão de acionistas, exclusão induzida.

Abuso del derecho en materia societaria: opresión de accionistas y políticas de repartición de utilidades en Colombia*

Juan Pablo Amaya Prieto**

SUMARIO

Introducción – I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES ACERCA DE LAS POLÍTICAS DE REPARTICIÓN DE UTILIDADES – II. LA DOCTRINA DE LA OPRESIÓN DE ACCIONISTAS (*SHAREHOLDER OPPRESSION DOCTRINE*) – A. La estructura económica de las sociedades cerradas – B. Los ‘remedios’ del sistema anglosajón – C. El estándar de las expectativas razonables – III. LA RETENCIÓN INJUSTIFICADA DE UTILIDADES – A. Problemas relacionados con la retención abusiva de utilidades en el sistema jurídico colombiano – B. El caso Isabel Cristina Sánchez contra Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito S.A.S. y otros – IV. PROBLEMAS ASOCIADOS CON EL DECRETO FORZOSO DE UTILIDADES – A. Repartición versus reinversión de utilidades – B. Criterios analíticos para la adopción de políticas de dividendos adecuadas – V. REFLEXIONES FINALES – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Amaya Prieto, J. P. (Junio, 2015). Abuso del derecho en materia societaria: opresión de accionistas y políticas de repartición de utilidades en Colombia. *Revista de Derecho Privado*, 53.

** Abogado egresado de la Universidad de los Andes. Actualmente, es asesor del Despacho del Superintendente Delegado para Procedimientos Mercantiles, en la Superintendencia de Sociedades. Correos: juanpabloamayap@gmail.com - jp.amaya315@uniandes.edu.co

Agradezco al doctor José Miguel Mendoza Daza por su orientación para la elaboración de este trabajo.

Introducción

El concurso de varios individuos, organizados bajo la estructura societaria, se justifica en la posibilidad de acometer la explotación de un negocio determinado. Por lo general, el hecho que los asociados opten por asumir conjuntamente el riesgo derivado del desarrollo de la actividad social, supone la existencia de una voluntad activa de colaboración de su parte. El ánimo de lucro subjetivo que motiva la escogencia de la forma asociativa convierte a los socios o accionistas en verdaderos partícipes del éxito de los negocios sociales, por conducto de los derechos patrimoniales y políticos que les atribuyen la ley y los estatutos. Por esta razón, resulta suficientemente claro que el ejercicio de los derechos individuales de cada asociado debe procurar la realización de la causa común, consistente en la explotación conjunta de la empresa social. Sin embargo, la práctica societaria contemporánea ha demostrado que, con suma frecuencia, los designios personales de los socios apuntan en el sentido exactamente contrario.

En ocasiones, se desconoce el componente armónico o de colaboración que caracteriza a la forma asociativa y esta es utilizada “en el exclusivo interés personal de quienes la dirigen o controlan” (Reyes, 2013c, pág. 135). Justamente, las diferencias que se suscitan entre los accionistas de una compañía pueden conducir a que las decisiones internas de la sociedad, que se adoptan con sujeción al principio de las mayorías, obedezcan a la intención de privilegiar los intereses personales de uno o varios asociados, en detrimento de sus consocios y en opo-

sición al interés general de la empresa común. Las situaciones en las cuales las prerrogativas inherentes al denominado *status socii* son ejercitadas en procura del beneficio individual del asociado que las ostenta, constituyen verdaderas hipótesis configurativas de abuso del derecho que distan visiblemente de los fines propios de la asociación.

En Colombia, el artículo 830 del Código de Comercio ha resultado insuficiente para restablecer la relación de equilibrio que debe prevalecer entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. En verdad, la interpretación exegética de la norma precitada sugiere que el abuso del derecho solo puede dar lugar al pago de una indemnización, sin que sea factible la retrotracción de los efectos derivados de las conductas opresivas y el restablecimiento consiguiente del *statu quo*. Por esta razón, a partir de la Ley 1258 de 2008 (Ley SAS) es posible impetrar la nulidad absoluta de las decisiones abusivas en razón del objeto ilícito que adolecen, sin perjuicio de la indemnización a cuyo reconocimiento haya lugar. Con la entrada en vigencia del artículo 43 de la mencionada ley, por la cual se crea la sociedad por acciones simplificada (SAS), la teoría del abuso del derecho ha comenzado a tener una aplicación significativa en nuestro ordenamiento societario. En consonancia con lo anterior, la jurisprudencia reciente de la Superintendencia de Sociedades demuestra el notable esfuerzo de esa entidad por censurar el ejercicio abusivo del derecho de voto, como instrumento lesivo de los derechos de los accionistas minoritarios.¹

1 Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-073 del 19 de diciembre de 2013. *Servicius S. A. contra Nueva Clínica Sagrado*

Los pronunciamientos jurisdiccionales acerca de la teoría del abuso del derecho dan cuenta de que la acreditación de los elementos constitutivos de una conducta propiamente abusiva, impone una ardua labor probatoria. Esta situación suele ocurrir, especialmente, en hipótesis de retención de utilidades. Ello obedece a la frecuencia con que se presentan conflictos de interés entre los accionistas mayoritarios y los titulares de la minoría, quienes aspiran a recibir un retorno sobre el aporte realizado al fondo social. El problema reside en determinar si la decisión de retener las ganancias obtenidas en desarrollo de la actividad social obedece a la consecución de un verdadero proyecto legítimo de negocios, o al inconfesable propósito de los accionistas mayoritarios de adjudicarse prerrogativas individuales a expensas de los minoritarios. Al resolver un conflicto de esta naturaleza, el juez societario se enfrenta con la compleja labor de examinar detalladamente las decisiones internas de una compañía, ante la posible presencia de expedientes opresivos que pueden ser utilizados por los mayoritarios para lesionar deliberadamente a la minoría.

La solución del problema indicado suele toparse con numerosos obstáculos de orden técnico. Por lo general, la existencia de un propósito legítimo de negocios, como justificación para retener las

utilidades sociales, suele dejar las políticas de repartición de dividendos a salvo de cualquier escrutinio judicial. No obstante, los desarrollos en los sistemas más avanzados del derecho societario comparado, que bien podrían ilustrar la implementación adecuada de los mecanismos de protección de accionistas en nuestro país, han labrado cuidadosamente algunos presupuestos para la intervención judicial en las políticas de repartición de utilidades en las sociedades de capital. Con fundamento en postulados eminentemente económicos, la doctrina de la opresión de accionistas (*Shareholder Oppression Doctrine*) del sistema estadounidense ha dado lugar al nacimiento de diversas reglas jurídicas orientadas a proteger los intereses de los asociados minoritarios, ante las maniobras opresivas cuidadosamente diseñadas por quienes ostentan el control sobre el capital social.

En países como Colombia, la existencia de soluciones jurídicas tendientes a salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios se presenta como una necesidad de inaplazable satisfacción. Dada la alta concentración de la propiedad en las sociedades de la región, nuestro país se ha convertido en un escenario próspero para los llamados problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios.² Por esta

Corazón S. A. S.; Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-020 del 27 de febrero de 2014. *Capital Airports Holding Company contra CAH Colombia S. A.*; Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-044 del 18 de julio de 2014. *Isabel Cristina Sánchez contra CIA del Infractor de Tránsito S. A. S. y otros*. Además, en el caso de *Capital Airports Holding Company contra CAH Colombia S. A.*, la citada Superintendencia hizo extensible la figura prevista en el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008, a las formas asociativas a que hace referencia el Libro II del Código de Comercio.

2 Las diferencias entre asociados minoritarios y mayoritarios son una fuente habitual de las conductas opresivas que constituyen abuso del derecho y que, en general, atienden a las aspiraciones oportunistas de los segundos y perjudican ostensiblemente a los primeros. La doctrina societaria comparada ha reconocido que uno de los tres problemas de agencia (*agency problems*) característicos de las relaciones de negocios, es aquel que se presenta entre los accionistas titulares de las participaciones mayoritarias del capital y los que lo son respecto de las minoritarias. En verdad, el problema aludido tiene lugar cuando los asociados mayoritarios —en calidad de mandatarios de los minoritarios— en ejercicio de sus facultades legales y estatutarias se abstienen de consultar el interés general de la sociedad y actúan en provecho propio (Kraakman et al., 2014).

razón, nuestro ordenamiento societario debe prepararse adecuadamente para censurar con contundencia el amplísimo abanico de conductas irregulares que pueden minar la confianza de los inversionistas en el sistema jurídico. Para ello, es indispensable que los novedosos mecanismos de protección de accionistas, como el contenido en el artículo 43 de la Ley SAS, sean aprovechados y aplicados con absoluta eficacia por parte de los operadores de la administración de justicia. Así las cosas, es necesario prever, desde ahora mismo, algunos de los obstáculos más complejos que se pueden presentar en la aplicación de la teoría del abuso del derecho en el contexto societario, y examinar las fórmulas modernas de las legislaciones extranjeras para contrarrestar el oportunismo de quienes dirigen caprichosamente a la persona jurídica societaria.

En el presente artículo se pretende alcanzar el objetivo propuesto en el acápite anterior, mediante el estudio de la controversial práctica de retener continuamente las utilidades en las sociedades de capital.³ Para tal efecto, se identificarán los diferentes problemas asociados con las políticas de repartición de utilidades, particularmente, en el ámbito de las sociedades cerradas. Asimismo, se esbozarán ciertos criterios analíticos para determinar la viabilidad de la intervención judicial en las políticas de dividendos que se adoptan en las sociedades cerradas de capital. Sin duda, ello implica realizar un recuento de los antecedentes normativos y

jurisprudenciales más significativos del sistema jurídico colombiano, y un análisis riguroso de los desarrollos del derecho comparado sobre la materia objeto de investigación.

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES ACERCA DE LAS POLÍTICAS DE REPARTICIÓN DE UTILIDADES

Desde el punto de vista de los inversionistas, la participación accionaria en la sociedad de capital se halla indefectiblemente ligada a dos prerrogativas elementales. La primera es aquella que tiene que ver con la posibilidad de participar en la dirección y orientación de los negocios sociales, mediante el ejercicio del derecho de voto en las reuniones de los órganos de deliberación. Por su parte, la segunda se refiere al derecho a recibir una porción de las utilidades generadas en desarrollo de la actividad empresarial, de manera típicamente proporcional a los aportes realizados al fondo social (Kraakman et al., 2014, pág. 14). El ánimo de lucro subjetivo que induce a los empresarios a organizarse bajo la estructura societaria y a asumir los riesgos derivados de la inversión, se realiza plenamente en la distribución efectiva de las ganancias obtenidas en un ejercicio social determinado. Por lo general, se dice que el pago de dividendos es el medio más común para que los accionistas reciban un retorno sobre el aporte efectuado al capital de la sociedad.⁴ Así, pues, dada la incuestionable

3 Precisamente, según Le Cannu y Dondero (2012, pág. 97), la retención de las utilidades generadas durante un ejercicio social es la determinación más controvertida en el contexto del abuso de mayorías.

4 En Colombia, el artículo 98 del Código de Comercio prescribe que la repartición de las utilidades obtenidas en la empresa social constituyen la finalidad misma del contrato social. Por esta razón, la doctrina ha calificado esta prerrogativa como el derecho patrimonial más importante en cabeza de los asociados (Ospina, 1967, pág. 10; Martínez Neira, 2014, pág. 272).

importancia de los dividendos como incentivos para la inversión económica, la doctrina societaria comparada se ha preguntado, desde hace tiempo, si existe alguna razón legítima que justifique la intervención de las autoridades judiciales en los asuntos relacionados con las políticas de repartición de utilidades de las sociedades comerciales (Moll, 2003, pág. 842).

El interrogante señalado ha dado lugar a desarrollos significativos en el sistema legal estadounidense. La doctrina y la jurisprudencia de ese país han reconocido unánimemente que la interferencia judicial en las políticas de dividendos de las sociedades que negocian sus acciones en el mercado público de valores es, a todas luces, innecesaria. En realidad, las políticas referidas carecen de la virtud de afectar la posibilidad que tienen los asociados de obtener una plusvalía sobre su aporte al capital. Tal y como lo explica el profesor Fischel (1981), “Si la sociedad retiene las utilidades en lugar de pagar dividendos, el valor de las acciones de la compañía aumentará en forma correlativa” (pág. 702). En efecto, la retención de las utilidades sociales fortalece patrimonialmente a la empresa y genera, consecuentemente, un incremento de su valor en libros. Luego, los accionistas podrán hacer efectivo el mayor valor de su inversión mediante la simple venta de una porción de su participación accionaria en el mercado bursátil. Se trata del fenómeno de los denominados ‘dividendos hechos en casa’ (*homemade dividends*), que le permiten al accionista minoritario captar el valor agregado de su inversión por intermedio de una operación sencilla en el mercado abierto.

Por otro lado, según Moll (2003), la adopción de una política de dividendos por parte de la administración, que contraría los intereses de los inversionistas, obligará a los asociados insatisfechos a vender sus títulos de participación. Por supuesto, una venta masiva de acciones puede afectar gravemente el valor contable de la compañía, convirtiéndola en un blanco atractivo para posibles tomas hostiles de control, exponiendo a los administradores sociales al riesgo correlativo de ser removidos de sus cargos. Con todo, en los Estados Unidos, la posibilidad de decretar dividendos es una facultad de resorte exclusivo de la junta directiva. Por lo tanto, es lógico que el interés de los administradores en conservar su reputación y su posición laboral los obligue a implementar políticas de reparto de utilidades acordes con los intereses de los accionistas, sin necesidad alguna de que intervengan autoridades judiciales para decretar forzosamente el pago de dividendos. En consecuencia, en las sociedades abiertas, las políticas de dividendos suelen tornarse irrelevantes, tanto desde el punto de vista de los accionistas como del de la compañía (Fischel, 1981, pág. 702).

Como es apenas obvio, las premisas anteriores se hallan supeditadas necesariamente a la disponibilidad de un mercado líquido para la negociación de valores, por conducto de las bolsas o de diversos sistemas transaccionales. De ahí que las denominadas restricciones económicas del mercado se limiten exclusivamente al ámbito de las sociedades abiertas. En relación con lo anterior, la Corte Suprema del Estado de Massachusetts (1975) expresó que “en una sociedad

abierta, el accionista minoritario oprimido o disidente podría vender su propiedad accionaria para rescatar una parte del capital que invirtió. Por definición, este mercado no está disponible para las acciones en la sociedad cerrada”.

En las sociedades cerradas, la ausencia de un mercado líquido supone que los titulares de las participaciones de capital no estén en condiciones de negociar libremente sus acciones. La escasez de compradores interesados en adquirir los títulos de la minoría mitiga visiblemente la posibilidad de que el accionista logre realizar el mayor valor de su inversión. Como corolario de lo anterior, el accionista minoritario de una sociedad pequeña difícilmente tendrá otro remedio que el de ofrecerles sus participaciones a los demás accionistas, los mayoritarios. Tal y como lo advierte Reyes (2013):

Estos últimos, por su parte, pueden estar interesados en oprimir indebidamente a las minorías y en forzar a los accionistas a vender a menor precio. Para este efecto, los accionistas que detentan el control sobre la sociedad pueden rehusarse a decretar dividendos, distraer las utilidades sociales en forma de salarios o bonificaciones exorbitantes a los directores o administradores, y llevar a cabo otras prácticas opresivas en contra de los minoritarios (pág. 176).

Los accionistas mayoritarios de las sociedades cerradas, en ejercicio de su exuberante poder de control,⁵ exentos de las restricciones del mer-

cado y mediante las denominadas técnicas de exclusión inducida (*squeeze-out* o *freeze-out techniques*),⁶ pueden adjudicarse múltiples beneficios a expensas de los minoritarios, al tornar nugatorio su derecho patrimonial a participar de los rendimientos financieros fruto de los negocios sociales (O’Neal, 1987, pág. 25). En aquellas circunstancias, la idea de la no intervención judicial en las decisiones atinentes al pago de dividendos pierde coherencia. Con todo, en este punto, es conveniente replantear el interrogante inicial y preguntarse acerca de los fundamentos que justifican la intervención de las autoridades judiciales en las políticas de repartición de utilidades de las sociedades de capital cerradas. Para el efecto, es preciso acudir a las soluciones desarrolladas en el sistema anglosajón, orientadas a neutralizar los efectos nocivos del abuso del derecho en el contexto societario.

societaria, en referencia a las ampliamente conocidas fábulas esópicas. Con buen criterio, recordaba Pinzón (1992):

El fabulista Esopo —seis siglos antes de Cristo— consideraba nada recomendable la sociedad con los poderosos y hasta aconsejaba huir de toda sociedad con socios fuertes; así se hizo resaltar por Fedro en los albores de la era cristiana al narrar en la quinta de sus ‘Fábulas Esópicas’ la suerte corrida por la vaca, la cabra y la oveja que se asociaron con un león para emprender la cacería de un ciervo que, a pesar de lo corpulento, solamente alcanzó para el león el reparto (pág. 28).

Esta analogía poética con la fábula de La Fontaine expone, con indudable precisión, el origen de las llamadas ‘cláusulas leoninas’, que el artículo 150 del estatuto mercantil colombiano proscribía y califica como aquellas estipulaciones estatutarias que buscan privar a los asociados minoritarios de la participación en las utilidades sociales.

- 6 La expresión genérica *squeeze-out* hace referencia al uso estratégico de la posición de control o de las facultades de administración para excluir a los demás propietarios de la empresa social. El término abarca todas aquellas conductas opresivas orientadas a diluir la participación de algún asociado en la composición del capital de la compañía, o a privarlo injustamente de las ventajas o del retorno económico de su inversión (O’Neal, 1961, pág. 537).

5 Desde hace tiempo, renombrados autores del derecho de sociedades han hecho eco de una interesante representación metafórica del contrato de sociedad, para ilustrar los inconvenientes asociados con el poder omnimodo del accionista controlante en la firma de naturaleza

II. LA DOCTRINA DE LA OPRESIÓN DE ACCIONISTAS (*SHAREHOLDER OPPRESSION DOCTRINE*)

En el régimen legal estadounidense, la doctrina de la opresión de accionistas ha tenido aplicación significativa como mecanismo de protección de los asociados minoritarios en las sociedades cerradas. Esta teoría opera con base en la identificación de las llamadas ‘expectativas razonables’ de los inversionistas (*reasonable expectations*), para combatir los esfuerzos de los accionistas mayoritarios por excluir a la minoría de la participación en los rendimientos financieros de la compañía (Moll, 2003, pág. 844).

Surge, entonces, una pregunta adicional: ¿Cuándo se puede calificar como razonable la expectativa de un accionista y bajo qué supuestos se puede solicitar su amparo por la vía judicial? Para comprender y solucionar el problema planteado es menester analizar algunas consideraciones básicas sobre la naturaleza de las sociedades cerradas.

A. La estructura económica de las sociedades cerradas

Como lo explica Bainbridge (2009), típicamente, las sociedades cerradas tienen un número reducido de accionistas. Aunque el tamaño de la compañía no es del todo determinante, la mayoría de esta clase de sociedades tiende a ser pequeña o a operar en la forma de negocios locales. En verdad, sus “sellos de calidad” son el número pequeño de asociados y, en es-

pecial, la ausencia de un mercado secundario para la negociación de valores (pág. 442). Adicionalmente, los accionistas mayoritarios de las sociedades cerradas suelen ocupar cargos en la administración de la compañía (Easterbrook y Fischell, 1948, pág. 229). Por esta razón, en esa clase de sociedades no se da una verdadera separación entre la propiedad y el control de la empresa social, en evidente contraposición con lo que ocurre en las sociedades cotizadas o abiertas.

En la autorizada opinión de Thompson, existe una íntima relación entre el capital y el trabajo en las sociedades cerradas. Ello se debe a que, en esas compañías, los accionistas aspiran simultáneamente a convertirse en empleados, a ocupar cargos importantes en los órganos de administración y a obtener un retorno sobre el dinero pagado por sus acciones (Thompson ctd. en Moll, 2003, pág. 847). Por lo demás, los participantes en una sociedad cerrada usualmente mantienen entre sí lazos familiares u otra clase de vínculos interpersonales, además de las relaciones comerciales (Easterbrook y Fischel, 1948, pág. 229).

Ahora bien, las normas de derecho societario que regulan la toma de decisiones en las sociedades comerciales pueden ser altamente perjudiciales para los asociados minoritarios. Justamente, la estirpe democrática de los mecanismos de votación implica una sujeción absoluta al principio de las mayorías. Es así como la omnímoda capacidad decisoria de los accionistas mayoritarios los reviste con la habilidad de adoptar determinaciones orientadas a perjudi-

car deliberadamente a los minoritarios, a través de las ya mencionadas técnicas de exclusión inducida. La retención injustificada de utilidades, la terminación de la relación laboral del accionista minoritario con la compañía, la remoción del minoritario de los cargos de administración, la distracción de las ganancias generadas por la compañía mediante compensaciones exorbitantes a favor de los mayoritarios o de partes vinculadas, son solo algunos de los ejemplos más elementales de aquellas prácticas irregulares.

Por otra parte, en las sociedades cerradas, los accionistas prefieren recibir los beneficios económicos de la actividad social en forma de salarios, bonificaciones u otras modalidades de compensación, y no de dividendos. Por lo tanto, cuando la compañía no reparte utilidades, una eventual terminación de la relación laboral del minoritario y su remoción simultánea de la junta directiva lo pueden privar definitivamente de la posibilidad de recibir cualquier retorno financiero sobre su inversión. Nótese, pues, cómo la concurrencia de varias conductas opresivas puede obligar al minoritario, presionado por la necesidad de liquidez, a venderles a los mayoritarios sus títulos de participación por un valor considerablemente menor al que realmente les corresponde. A diferencia del inversionista en una sociedad abierta, el minoritario oprimido no puede escapar de la injusticia mediante la simple venta de sus acciones a un precio justo en el mercado de capitales (Moll, 2003, pág. 850).

B. Los 'remedios' del sistema anglosajón

La doctrina de la opresión de accionistas ha dado lugar al desarrollo de los denominados 'remedios para la opresión' (*oppression remedies*). Existen dos mecanismos principales para enmendar el trato injusto de que pueden ser objeto los accionistas minoritarios en la sociedad de capital cerrada. Por un lado, en ciertas jurisdicciones, es posible invocar la opresión como causal de disolución de la compañía.⁷ No obstante, la proliferación de otros mecanismos de protección ha desplazado gradualmente aquella drástica medida. Con bastante frecuencia, las cortes ordenan a los mayoritarios la compra de las participaciones del accionista oprimido a un precio justo (*buyout*). Esta solución ha sido de gran acogida en las legislaciones estaduales y las decisiones jurisprudenciales de las cortes. Por otro lado, en algunos Estados renuentes a aplicar el remedio de la disolución, los tribunales judiciales han desarrollado un deber fiduciario especial entre los accionistas de la sociedad cerrada.

El estado de Massachusetts se ha destacado por la imposición de deberes de esa naturaleza (Bainbridge, 2009, pág. 460). En el emblemático caso de *Donahue vs. Rodd Electrotipe*, Harry Rodd, el accionista mayoritario de la sociedad Rodd Electrotipe, se retiró de la empresa y transfirió una parte de su bloque accionario

⁷ En algunas de las jurisdicciones societarias más avanzadas del mundo, como Francia, Alemania, Japón y el Reino Unido, la ocurrencia sistemática de esta clase de prácticas opresivas en contra de los minoritarios puede dar lugar a la disolución de la compañía. Por supuesto, esta estrategia de salida a favor de los minoritarios se limita al contexto de las sociedades cerradas (Kaakman et al., 2014, pág. 161).

a sus hijos. Uno de ellos, Charles Rodd, pasó a ocupar el cargo más importante en la administración de la sociedad. Posteriormente, Harry llegó a un acuerdo con Charles, quien actuó en representación de la compañía, para la compra de las acciones restantes de su padre. A su turno, Donahue, un accionista minoritario de la compañía, se opuso decididamente a la operación mencionada. En su opinión, la renuencia de la empresa a ofrecerle una compra de sus acciones en iguales condiciones que a Harry Rodd, se tradujo en la violación de los deberes fiduciarios en cabeza del grupo controlante. En 1975, la Corte Suprema del estado de Massachusetts zanjó la controversia, al advertir que en las relaciones entre los accionistas de la sociedad cerrada deben prevalecer los deberes superiores de buena fe y lealtad. Para el tribunal, el acuerdo que dio lugar a la compra de las participaciones restantes de Harry Rodd, aunado a la negativa de adquirir las acciones del minoritario demandante, configuró una vulneración de los susodichos deberes. En efecto, la Corte sostuvo que las mayorías no deben utilizar el control sobre la sociedad con la intención de facilitar la apertura de un mercado para sus acciones, sin hacerle extensiva la misma posibilidad a las minorías. Dicho de otro modo, en este histórico fallo, la Corte subordinó los intereses de los accionistas mayoritarios a aquellos de los minoritarios. Tanto es así, que algunos autores lo han criticado por su excesivo proteccionismo (Bainbridge, 2009, pág. 461).

En 1976, el mismo tribunal resolvió el caso *Wilkes vs. Springside Nursing Home* y estableció reglas adicionales para la aplicación de la doc-

trina de la opresión. En este célebre fallo, el accionista demandante solía ejercer el cargo de director en una compañía compuesta por cuatro accionistas, que no repartía utilidades a título de dividendos. En razón del deterioro manifiesto de las relaciones entre el demandante y sus consocios, el primero decidió poner en venta sus acciones; de inmediato, la empresa terminó su relación laboral y dejó de pagarle el salario correspondiente. Para la Corte, la aludida terminación de la relación laboral del demandante configuró una técnica de exclusión inducida, que lo privó de la posibilidad de recibir una compensación justa por sus labores como funcionario de la empresa —que solo podría remediar con un nuevo empleo— y de obtener cualquier retorno de su inversión como accionista —que solo se haría efectiva si la empresa comprara sus acciones u optara por comenzar a distribuir las utilidades generadas—.

Aun cuando la Corte no desestimó el precedente de *Donahue vs. Rodd Electrotipe*, sí estableció limitaciones adicionales para la procedencia de los señalados remedios para la opresión. El tribunal advirtió que el bloque mayoritario debe contar con una oportunidad para probar la existencia de un propósito legítimo de negocios, como justificación de su conducta aparentemente oportunista. Así, por ejemplo, la existencia demostrada de un proyecto de expansión situaría al minoritario demandante en la posición de probar que dicho propósito legítimo pudo haber sido logrado, mediante la ejecución de operaciones alternativas que no hubiesen perjudicado sus intereses como accionista. Adicionalmente, la Corte puntualizó en la nece-

sidad de que exista una relación de equilibrio entre el deber fiduciario de la mayoría y su derecho a definir las políticas de repartición de utilidades. En la opinión del tribunal, los accionistas mayoritarios realizaron una inversión superior a aquella efectuada por los minoritarios, lo cual aumenta ciertamente su control sobre la empresa y su capacidad de decisión. La racionalidad económica plasmada en este fallo ha tenido profundas implicaciones en múltiples casos acerca de la retención injustificada de utilidades en las sociedades de capital cerradas. Este renombrado precedente puede tener alcances prácticos de altísima utilidad para los funcionarios judiciales que se hallen inmersos en disputas de esa naturaleza.

Por lo demás, la inclusión de estipulaciones contractuales es utilizada con frecuencia como mecanismo de defensa de los accionistas minoritarios ante eventuales conductas opresivas de parte de los titulares de la mayoría. Según Reyes (2013):

Dentro de tales cláusulas se cuentan las de quórum y mayoría extraordinarias (*superquorum and supermajority requirements*), los acuerdos de votación (*pooling agreements*), las causales voluntarias de disolución (*voluntary dissolution*) y la participación directa de los accionistas en la administración de la sociedad (pág. 178).

C. El estándar de las expectativas razonables

Con el fin de identificar la configuración de una conducta oportunista, los tribunales norteamericanos han establecido diferentes criterios para determinar si, en efecto, la opresión tuvo lugar. Sin duda, el enfoque de mayor aplicación es el ya mencionado estándar de las expectativas razonables de los accionistas, que ha sido aceptado de manera general por varias cortes y por la doctrina especializada en la materia (Moll, 2003, pág. 853). Sobre el particular, vale la pena hacer referencia al caso *In re Kemp & Beatley*, fallado por la Corte de Apelaciones de Nueva York en 1984. En esta controversia, la Corte definió la opresión como aquella conducta que frustra las expectativas de los accionistas minoritarios, quienes comprometen su capital a favor de la sociedad. Paralelamente, explicó que las expectativas razonables son todas aquellas que objetivamente pueden ser calificadas como sensatas y que debieron ser conocidas por los titulares de la mayoría; se trata, en últimas, de factores decisivos que indujeron al accionista a hacerse partícipe de los negocios sociales:

Una corte que examine una petición acerca de una conducta opresiva, debe investigar cuáles fueron las expectativas del peticionario al entrar a la compañía, que conocían o que debieron haber conocido los accionistas mayoritarios. La conducta de las mayorías no debe reputarse como opresiva, por el simple hecho que las expectativas subjetivas del peticionario y sus deseos al hacerse partícipe del negocio no hayan sido satisfechos. La sola decepción no debe equipararse necesariamente a la opresión (...) En cambio, la opresión estará llamada a prosperar únicamente cuando la conducta de las mayorías afecte las expectativas que, desde el punto de vista objetivo, eran razonables en las circunstancias dadas y fueron centrales

para la decisión del peticionario de unirse al negocio (...) Un accionista que razonablemente esperaba que su propiedad accionaria le permitiría acceder a un empleo, a la participación en las utilidades generadas por la empresa, a un cargo en la administración de la sociedad o a algún otro beneficio, resultaría oprimido en un verdadero sentido cuando otros participantes en la sociedad busquen frustrar esas expectativas y no existan medios para salvaguardar la inversión (Kemp & Beatley Inc., 484 N.Y.S. 2d 799, 473 N.E.2d 1173).

Es claro, pues, que la sola decepción o incumplimiento de las expectativas de los inversionistas es insuficiente para que se configure la opresión; se requiere una verdadera defraudación de las expectativas que fueron determinantes para el concurso del accionista en la asociación. Para efectos de mayor claridad, la doctrina estadounidense ha establecido ciertas directrices para distinguir entre dos tipos de expectativas razonables: las de carácter general y las específicas. En virtud de la doctrina de la opresión, los socios en compañías cerradas cuentan con un conjunto de reglas especiales para la protección de sus intereses, que exceden el régimen de protección a que se hallan sujetos los inversionistas de una sociedad abierta. Sin embargo, ello no quiere decir que los accionistas de las sociedades cerradas se encuentren excluidos del régimen de protección general del derecho societario; en otras palabras, adquieren las mismas prerrogativas básicas de un accionista en una sociedad abierta. Así, por ejemplo, en una compañía pública, el solo estatus de accionista les confiere a sus inversionistas el derecho a recibir una participación de las ganancias

económicas al final de cada ejercicio, en proporción a su aporte al capital social. Por eso, todo accionista —tanto en la sociedad cerrada como en la abierta— espera razonablemente que su posición como asociado le permita participar de las utilidades sociales. Cuandoquiera que esta expectativa razonable de carácter general se vea frustrada en una sociedad cerrada, se configurará una conducta opresiva que puede dar lugar a la responsabilidad de los mayoritarios.

En cambio, las expectativas específicas son de carácter adicional. Por ejemplo, en las sociedades cerradas, el aludido retorno sobre la inversión suele comprender beneficios laborales y en materia de administración. Estas expectativas no son idénticas para todos los accionistas de una sociedad cerrada, sino que son de carácter particular y, por lo mismo, deben ser acreditadas con suficiente mérito por la parte interesada. Al amparar esa clase de beneficios adicionales en procura de los accionistas de las sociedades cerradas, la doctrina de la opresión ofrece un régimen especial de protección que excede los mecanismos de defensa establecidos para las sociedades cotizadas (Moll, 2003, pág. 857).

Por último, el caso de *Dodge vs. Ford Motor co*, fallado por la Corte Suprema del estado de Michigan en 1919, es un antecedente obligado en materia de retención de utilidades. En efecto, los hermanos Dodge, accionistas minoritarios de la reconocida compañía automotriz Ford, lograron de manera inusitada y por la vía judicial el pago forzoso de las utilidades retenidas. Henry Ford, accionista controlante de la compañía bautizada con su apellido, consideraba inviable que

los altísimos excedentes de liquidez de la sociedad fueran despilfarrados mediante el pago de cuantiosas sumas de dinero a los aportantes de capital. En su opinión, los sobresalientes índices de rentabilidad de la empresa debían ser destinados a satisfacer determinadas iniciativas de estirpe profusamente filantrópica, orientadas a multiplicar las vacantes disponibles para emplear a un mayor número de personas y a convertir a estas últimas en verdaderos partícipes del buen suceso de la compañía.⁸ Pese a los designios altruistas del accionista mayoritario, la Corte concluyó que la razón les asistía a los demandantes. Ello se colige de la circunstancia que las actuaciones de los directores y funcionarios ejecutivos deben estar encaminadas a generarle algún provecho económico a los accionistas y a la realización de sus intereses en general; esta es, en realidad, la finalidad que subyace a la constitución de una sociedad de naturaleza capitalista.

III. LA RETENCIÓN INJUSTIFICADA DE UTILIDADES

Hasta ahora, el análisis realizado indica inequívocamente que existen diferencias prácticas relevantes entre las políticas de dividendos en las sociedades cerradas y las de aquellas que negocian sus acciones en los mercados de valores. Los problemas derivados de tales diferen-

cias se acentúan, principalmente, en hipótesis de retención de utilidades. En efecto, tal y como ya se explicó, la retención de las utilidades generadas por una sociedad abierta difícilmente podría afectar el valor de la inversión de los accionistas. Las ganancias retenidas tienen como contrapartida necesaria el incremento del valor de las acciones y, en consecuencia, los accionistas minoritarios pueden hacer efectivo este mayor valor mediante la simple venta de sus títulos de participación en el mercado bursátil:

Si se reparten dividendos de un dólar por acción, el patrimonio del accionista minoritario aumentará en ese valor por cada acción que posea. En cambio, si la compañía opta por retener las utilidades, su valor patrimonial y — consiguientemente— el de las acciones de la minoría, tendrán un incremento en esa misma cantidad. Mediante la venta de su propiedad accionaria, el accionista minoritario puede capturar el mayor valor de su inversión (Moll, 2003, pág. 859).

Sin embargo, la actitud de indiferencia que pueden asumir los accionistas frente a las políticas de dividendos de las sociedades cuyas acciones se hallan inscritas en bolsa, no puede ser contemplada por los titulares de la minoría en las sociedades cerradas como una alternativa viable, desde el punto de vista económico. La inexistencia de un mercado líquido le resta sentido a la señalada teoría de la irrelevancia de los dividendos, en el marco de las sociedades cerradas. Sin perjuicio de lo anterior, la repartición de utilidades puede tornarse irrelevante, si los accionistas de la compañía, incluidos los minoritarios, ostentan cargos remunerados al

⁸ No debe descartarse, en todo caso, la posibilidad de que la retención continuada de los dividendos de la sociedad buscara impedir que los hermanos Dodge, con el capital inyectado por las utilidades de Ford, acumularan los recursos suficientes para emprender su propio negocio en la industria automotriz, que habría de competir eventualmente con Ford, tal y como sucedió posteriormente (Reyes, 2013b, pág. 290).

interior de esta; los salarios u otra clase de compensaciones que reciben por cuenta de los servicios prestados a la sociedad, también representan fuentes de ganancia sobre la inversión realizada. De tal suerte que, si los accionistas minoritarios no reciben remuneración alguna de parte de la compañía, la repartición de utilidades adquiere una importancia cardinal, comoquiera que se convierte en el único mecanismo disponible para que los inversionistas obtengan el retorno deseado sobre su aporte al capital. En ese orden de ideas, una decisión consistente en retener injustificadamente las utilidades generadas en un ejercicio determinado, puede perjudicar notoriamente los intereses de los accionistas minoritarios y afectar sus inversiones.

A. Problemas relacionados con la retención abusiva de utilidades en el sistema jurídico colombiano

Desde hace tiempo, la retención de utilidades es un fenómeno que se presenta con bastante frecuencia en las sociedades comerciales colombianas. Con anterioridad a la expedición del Código de Comercio de 1971, la repartición de ruinosos porcentajes de participación se había convertido en una práctica generalizada en las sociedades anónimas. Según la Superintendencia de Sociedades (2014), ello obedecía a lo siguiente:

Para la época, las normas societarias que regulaban la materia dejaban al arbitrio exclusivo de los asociados la definición de los montos que habrían de repartirse a manera de dividendos. En ejercicio de esta potestad discrecional, era usual que se repartiera menos del 50 % de

las utilidades generadas durante un ejercicio social (sentencia n.º 800-044/2014).

Las mediciones empíricas de la Superintendencia de Sociedades Anónimas fueron determinantes para la implementación de una tendencia legislativa orientada a la protección de los derechos patrimoniales en cabeza de los accionistas, que fue plasmada en el Libro II del Código de Comercio. En efecto, el artículo 155 del estatuto mercantil introdujo un novedoso mecanismo de protección con efectos *ex ante*, que estableció un porcentaje mínimo de distribución de las utilidades generadas en un ejercicio social:

Salvo determinación en contrario, aprobada por el setenta por ciento de las acciones, cuotas o partes de interés representadas en la asamblea o en la junta de socios, las sociedades repartirán, a título de dividendo o participación, no menos del cincuenta por ciento de las utilidades líquidas obtenidas en cada ejercicio o el saldo de las mismas, si tuviere que enjugar pérdidas de ejercicios anteriores (CCo., art. 155).

Además, con anterioridad a la promulgación de la Ley 222 de 1995, se exigía que la sociedad presentara una justificación detallada ante la Superintendencia de Sociedades, en caso de que una porción o la totalidad de las utilidades repartibles fueran destinadas a la creación de reservas ocasionales.

Se trataba de un control a cargo del Estado respecto de todas las sociedades comerciales, vigiladas y no vigiladas, para verificar si ellas cumplían con los requisitos de ley y, muy en

particular, para velar que no se constituyeran reservas innecesarias, cuya única razón es privar a los asociados de las utilidades que les corresponden (Martínez Neira, 2014, pág. 275).⁹

Posteriormente, el artículo 240 de la Ley 222 de 1995 subrogó la norma precitada y aumentó al setenta y ocho por ciento (78%) la mayoría prevista para modificar el porcentaje mínimo de repartición obligatoria, que se computa con base en las participaciones representadas en la respectiva reunión del máximo órgano social. A su turno, el artículo 454 del Código de Comercio fijó un incremento del veinte por ciento (20%) en el porcentaje de distribución de utilidades en las sociedades anónimas, para un total del setenta por ciento (70%), en el evento que la suma de las reservas exceda el monto del capital suscrito. En consecuencia, para que sea posible repartir un porcentaje de las utilidades líquidas menor al que establecen las normas relacionadas previamente, es preciso cumplir con la mayoría especial a que hace referencia la Ley 222 de 1995, citada, que equivale al voto favorable del setenta y ocho por ciento (78%) del capital representado en la reunión del máximo órgano social. No obstante, como lo advierte Martínez Neira (2014):

Esto no puede significar, en la más pura interpretación exegética, que cuando se concreta

esta mayoría, la asamblea puede incrementar o crear reservas que retengan las utilidades de manera injustificada (...) no puede ser este un recurso al que se apele para retener utilidades injustamente, mucho más si de lo que se trata es de asfixiar a los socios minoritarios para recomprar sus acciones a menor precio, como se acostumbra, lo que determina un típico abuso del derecho (pág. 510).

En todo caso, es evidente que un accionista que ostente una participación accionaria superior al setenta y ocho por ciento (78%) podrá impedir que las utilidades se repartan entre los asociados, por cuenta de su poder mayoritario. Por esta razón, una determinación que cumpla con esas características, así como la retención de las sumas que excedan los indicados porcentajes mínimos de distribución, pueden ser examinadas a la luz de la teoría del abuso del derecho. Además, el mecanismo *ex ante* señalado puede resultar inútil, teniendo en cuenta que el accionista controlante podría distraer las utilidades antes de que finalice cada ejercicio, por ejemplo, mediante la celebración de diversas operaciones con partes vinculadas.

Por supuesto, estas reglas no son aplicables en el caso de las sociedades por acciones simplificadas (SAS). El artículo 38 de la Ley 1258 de 2008 deja las políticas de dividendos de las SAS exentas de las limitaciones contenidas en los artículos 155 y 454 del Código de Comercio, salvo disposición estatutaria en contrario. De ahí que, en esa clase de sociedades, la facultad de decretar dividendos sea de carácter netamente discrecional a favor de los asociados. Por este motivo, y con el ánimo de prevenir la utilización

9 En la ilustrada opinión de Néstor Humberto Martínez (2014), "Esta labor de la Superintendencia se cumplió por años con mucho traumatismo, pero ante todo sin mucha utilidad, en particular porque el organismo de control siempre consideró que se trataba de un requisito meramente formal, dado que su pronunciamiento no obligaba a los accionistas, amén de ser totalmente extemporáneo. Por ello a partir de la Ley 222 de 1995 fue derogada esta competencia de la Superintendencia de Sociedades" (pág. 275).

de la capacidad de votación de los mayoritarios para oprimir injustamente a las minorías, dicha ley incorporó en su artículo 43 la figura del abuso de mayoría. Se trata de un mecanismo de protección con efectos *ex post*, que busca salvaguardar el equilibrio que debe prevalecer en las relaciones jurídicas entre los asociados mayoritarios y los que ostentan la minoría del capital social. Este novedoso mecanismo de fiscalización judicial ha dado lugar a importantísimos antecedentes jurisprudenciales por parte de la Superintendencia de Sociedades, que han condenado de manera categórica los expedientes opresivos que utilizan los mayoritarios para perjudicar premeditadamente a los titulares de la minoría.

B. El caso Isabel Cristina Sánchez contra Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito S.A.S y otros

La sentencia n.º 800-044 del 18 de julio de 2014 es, sin duda, el antecedente más significativo en lo atinente a la configuración del abuso del derecho como consecuencia de una retención injustificada de utilidades, que ha emitido recientemente la corte societaria de la Superintendencia de Sociedades. En este emblemático fallo, aquel organismo de control fijó una serie de criterios analíticos para discutir las políticas de repartición de utilidades que se adoptan en las sociedades cerradas.

Isabel Cristina Sánchez, parte demandante y accionista minoritaria de la sociedad demandada, ejerció la acción de abuso del derecho de voto, prevista en el artículo 43 de la Ley SAS, para con-

trovertir las decisiones de los accionistas mayoritarios de la sociedad Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito S.A.S., consistentes en retener continuamente la totalidad de las utilidades generadas por la compañía desde el momento de su constitución. Según los demandados, estas determinaciones obedecían a la necesidad de impulsar la expansión económica de la empresa social. Así las cosas, el Despacho tuvo que determinar si las decisiones controvertidas atendieron a un propósito legítimo de negocios o a la intención de perjudicar deliberadamente a la accionista minoritaria. Para el efecto, la corte especializada en asuntos societarios realizó un análisis de los presupuestos requeridos para que se configure una conducta abusiva, en los términos del precitado artículo 43, con base en ciertos criterios desarrollados en casos anteriores:

Un demandante que invoque la utilización irregular del derecho de voto debe probar que el ejercicio de esa prerrogativa le causó perjuicios a la compañía o a alguno de los accionistas o que sirvió para obtener una ventaja injustificada. También es indispensable que el derecho de voto haya sido ejercido con el propósito de generar esos efectos ilegítimos (sentencia n.º 800-044/2014, Superintendencia de Sociedades).

En primer lugar, el Despacho encontró que las decisiones de retener las utilidades sociales le causaron un perjuicio a la accionista demandante, quien no recibía remuneración alguna de parte de la sociedad, a título de salario o por cualquier otro concepto. De hecho, pese que a la compañía había generado formidables utili-

dades en desarrollo de los negocios sociales, la accionista minoritaria no había recibido ningún retorno por la inversión que realizó. Para la Superintendencia: “ciertamente, la retención reiterada de las utilidades de CIA del Infractor de Tránsito S.A.S., ha hecho imposible que la señora Sánchez materialice el ánimo de lucro subjetivo que la llevó a participar en la constitución de la compañía”, con lo cual se le dio cumplimiento al primer presupuesto para la configuración del abuso del derecho (sentencia n.º 800-044/2014).

En segundo lugar, al estudiar los móviles que condujeron a la retención de utilidades en la sociedad demandada, el Despacho tuvo que determinar si el derecho de voto en cabeza de los accionistas mayoritarios fue ejercido con la intención subyacente de obtener una ventaja injustificada o de provocar un perjuicio a la sociedad o a los demás accionistas. En atención a lo anterior, el análisis se fraccionó en dos parcelas principales: por un lado, en detectar la existencia de un conflicto de interés entre los accionistas;¹⁰ y por el otro, en examinar el

10 En las sociedades cerradas, la existencia de un conflicto de interés es causa frecuente de la retención de utilidades. Por lo general, ello se debe al deseo de los accionistas mayoritarios de preservar y fortalecer su posición laboral al interior de la compañía. Precisamente, como lo explica Moll (2003), la obtención de un empleo puede ser uno de los móviles trascendentales para la mayoría de los inversionistas que deciden comprometer su capital en una sociedad cerrada. En las compañías que no negocian sus acciones en el mercado público de valores, el empleo es asociado frecuentemente con el pago de cómodos salarios, con cargos de prestigio en la administración de la empresa y con múltiples beneficios intangibles. En ese orden de ideas, la decisión de los accionistas mayoritarios de retener las utilidades generadas en desarrollo de los negocios sociales puede atender a su deseo personal de conservar y optimizar sus beneficios como trabajadores. Como corolario de lo anterior, es innegable que la expansión económica de la compañía suele traducirse en incrementos salariales a favor de los mayoritarios. Este razonamiento lógico demanda un profundo escrutinio judicial de la retención de utilidades.

aludido proyecto de expansión de la sociedad demandada como justificación para retener las utilidades generadas por la compañía.

En el presente caso, las pruebas aportadas por las partes dieron cuenta de la existencia de un agudo conflicto intrasocietario, relacionado con el incumplimiento de un pacto de exclusividad que los accionistas habrían celebrado. Precisamente, para la época en que se llevaron a cabo las reuniones de asamblea en las cuales se determinó retener las utilidades sociales, las relaciones entre los accionistas habían padecido un deterioro manifiesto. Ello fue interpretado por el Despacho como un primer indicio en cuanto que a las decisiones del máximo órgano social pudieron haber estado encaminadas a perjudicar los intereses de la accionista demandante.

Acto seguido, el Despacho analizó el aparente proyecto de expansión como fundamento de las decisiones controvertidas. En este punto, la corte societaria de la Superintendencia pudo comprobar que las pruebas aportadas por la parte demandada fueron insuficientes para demostrar la existencia de un verdadero proyecto económico tendiente a fortalecer la compañía. La ausencia de una proyección financiera detallada acerca del retorno esperado por la puesta en marcha del proyecto, o la falta de cálculos razonables sobre los costos estimados de la expansión proyectada, conllevaron la imposibilidad de “corroborar la existencia de proyectos lo suficientemente decantados como para justificar la retención continuada de las utilidades generadas por CIA del Infractor de Tránsito S.A.S.”

Con todo, los elementos de juicio disponibles le permitieron al Despacho inferir que la política de dividendos adoptada por los accionistas mayoritarios no buscaba la satisfacción de una finalidad legítima de negocios. Por el contrario, la retención continua de los excedentes de liquidez de la sociedad demandada tuvo como propósito privar a la accionista demandante de la posibilidad de recibir un retorno sobre su inversión, con ocasión del posible incumplimiento del aludido pacto de exclusividad entre los accionistas. Bajo el entendido de que “el derecho de voto no puede convertirse en un instrumento para lesionar deliberadamente a un grupo de accionistas, ni para que un asociado se adjudique prerrogativas especiales a expensas de los demás”, el Despacho ordenó el pago forzoso de las sumas retenidas a favor de la accionista minoritaria (sentencia n.º 800-044/2014).

IV. PROBLEMAS ASOCIADOS CON EL DECRETO FORZOSO DE UTILIDADES

El caso recién esbozado denota un sobresaliente tejido conceptual, marcado por las tendencias contemporáneas del derecho comparado a que se ha hecho referencia en el presente texto. Los desarrollos doctrinarios y legislativos del sistema estadounidense se han convertido en referentes ineludibles para lograr la eficacia de las normas sustantivas del derecho societario, en lo que tiene que ver con la puesta en marcha de estrategias jurídicas idóneas para proteger a los accionistas y sus intereses. Sin duda, un pronunciamiento con estas características asegura la utilidad y efectividad de la acción jurisdiccio-

nal de abuso del derecho de voto, prevista en el artículo 43 de la Ley SAS.

No obstante lo anterior, la solución adecuada a la gran variedad de conflictos relacionados con políticas de repartición de utilidades en las sociedades cerradas de capital puede demandar la realización de un análisis de mayor profundidad. En efecto, si ninguno de los accionistas recibe el retorno de su inversión a través de salarios o bonificaciones de parte de la compañía (*de facto dividends*), la retención continuada de las utilidades generadas en desarrollo de los negocios sociales puede ser bastante más problemática. Ello obedece a que, en últimas, ningún accionista recibiría ganancias desproporcionales en comparación con los demás asociados, lo cual puede descartar de plano el abuso del derecho. En esas circunstancias, no es suficientemente claro si un accionista minoritario podría lograr que un tribunal le ordene a la compañía pagar forzosamente y a título de dividendo las sumas retenidas, máxime ante la presencia de un proyecto económico para acometer la expansión de la empresa social.

En verdad, la existencia demostrada de un propósito legítimo de negocios, como justificación para retener las ganancias obtenidas en desarrollo de la actividad social, suele dejar las políticas de repartición de utilidades exentas de cualquier escrutinio judicial. Esta renuencia de los jueces ha provocado una respuesta contundente en la doctrina de los Estados Unidos. Para algunos autores, los aludidos proyectos de expansión económica deben ser objeto de un cercano examen judicial, en aras de determinar si

se trata de inversiones rentables desde el punto de vista de los accionistas en su totalidad. De hecho, nada obsta para que la reinversión interna de las utilidades retenidas, en la financiación de nuevos proyectos de expansión, resulte perjudicial para los inversionistas.

A. Repartición versus reinversión de utilidades

El problema que se acaba de plantear puede ser analizado a partir de un ejercicio eminentemente económico, en cuya virtud, una sociedad solo debería retener las utilidades y reinvertir las sumas retenidas en un nuevo proyecto de expansión, si el retorno esperado de dicho proyecto excede o equivale al costo de capital de la compañía. En otras palabras, la inversión únicamente será viable si su retorno esperado justifica asumir el riesgo inherente a esta. De lo contrario, la retención de las ganancias afectará directamente a los asociados, quienes preferirán haber escogido diferentes vehículos de inversión. Esto quiere decir que, aun cuando un proyecto determinado sea rentable desde el punto de vista financiero, su realización dependerá de que el retorno esperado sea lo suficientemente alto para compensar la necesidad de incurrir en el riesgo propio de la inversión. El profesor Moll (2003) explica esta teoría con base en el siguiente ejemplo:

Supóngase que un individuo desea invertir cien dólares y que tiene dos opciones disponibles para realizar su inversión. El dinero puede ser destinado a la adquisición de títulos de deuda pública, o aportado al capital de una sociedad dedicada a la venta de accesorios varios. Se

espera que los títulos de deuda pública arrojen una rentabilidad del cinco por ciento (5%), mientras que la inversión en la compañía tiene un retorno esperado del diez por ciento (10%), sin tener en cuenta los costos de transacción. Si bien este retorno duplica a aquél de los bonos de deuda pública, depositar las sumas referidas en el capital de la compañía puede ser una decisión de negocios poco razonable. De hecho, invertir en dicha sociedad puede acarrear un riesgo superior, debido a la alta competencia en el sector industrial y la exposición de la empresa a la posibilidad de fracaso de los negocios sociales. Luego, un inversionista racional solo comprometerá su capital con la sociedad mencionada si, a su juicio, ese excedente del cinco por ciento (5%) representa una compensación suficiente por el mayor riesgo asociado con esa inversión (pág. 896).

Se trata, pues, de determinar si el retorno esperado por reinvertir las utilidades en proyectos de expansión es igual o mayor a los rendimientos que el inversionista podría obtener si le diese a su dinero una destinación distinta, una vez sopesados los riesgos asociados con cada inversión. Desde la perspectiva de los accionistas, invertir su capital en una sociedad solo se justifica si el retorno esperado de esa operación equivale o supera los rendimientos económicos que podrían ser alcanzados al emplear sus bienes en otro tipo de actividad o negocio. Es claro, entonces, que los asociados esperan una tasa mínima de retorno, como contrapartida necesaria del riesgo que implica invertir su dinero en una compañía determinada.

Este análisis puede ser útil para extraer una primera conclusión, respecto del problema plan-

teado en la presente sección. En efecto, si los accionistas mayoritarios pretenden destinar las ganancias generadas en un ejercicio social, a la financiación de un proyecto que tiene un retorno esperado inferior a los rendimientos que los inversionistas obtendrían si escogiesen otros vehículos de inversión, se configurará una retención injustificada de utilidades y las autoridades judiciales deberán ordenar el pago forzoso de las sumas retenidas. En contraposición con lo anterior, si el retorno sobre la expansión proyectada iguala o supera dichos rendimientos, la retención obedecerá a un verdadero propósito legítimo de negocios que está encaminado a satisfacer los intereses de los accionistas, desde un punto de vista estrictamente financiero. En ese orden de ideas, el ejercicio del costo de capital puede permitirle a un accionista minoritario obtener el amparo de su derecho patrimonial a percibir las utilidades, por la vía judicial. Por supuesto, ello solo podría predicarse de hipótesis en que la sociedad retenga continuamente sus ingresos, y ante la ausencia del pago de salarios o remuneraciones por cualquier otro concepto, como mecanismos de participación de las ganancias generadas en desarrollo de los negocios sociales.

Existen razones sustanciales que justifican un cuidadoso escrutinio judicial de las determinaciones relacionadas con las políticas de repartición de utilidades en las sociedades cerradas. Esta afirmación guarda estrecha relación con algunas consideraciones elementales acerca de la estructura económica de esta clase de sociedades. Según lo expresado en el presente texto, uno de los móviles asociados con la constitu-

ción de una sociedad de capital cerrada tiene que ver con la posibilidad de que los asociados accedan a cargos remunerados al interior de la compañía.¹¹ Se ha establecido, en ese sentido, que los accionistas mayoritarios suelen ocupar puestos en la administración de la sociedad (Easterbrook y Fischel, 1948, 229). Por esta razón, es lógico asumir que las determinaciones de los mayoritarios, como las relacionadas con la distribución de las utilidades sociales, pueden estar encaminadas a afianzar e incrementar los beneficios asociados con la ocupación de un empleo en la compañía, en vez de consultar el interés general de los demás asociados.

Desde la década de 1960, la escuela administrativa de pensamiento económico defendió la idea de que existen múltiples incentivos para que aquellos quienes ejercen el control sobre la sociedad opten por retener las utilidades. El primero —y quizá, el más importante— es que los niveles de compensación económica de los empleados se hallan inescindiblemente ligados al tamaño de la compañía (Klein, Coffee y Partnoy, 2010, pág. 179). En razón de lo anterior, es probable que los aludidos proyectos de expansión, aprobados por los mayoritarios en el seno de las reuniones del máximo órgano social, obedezcan a su interés en propiciar el crecimiento de la compañía para adjudicarse mayores remuneraciones, en lugar de materializar el beneficio

11 En el caso *Donahue vs. Rodd Electrotipe*, citado, la Corte Suprema del estado de Massachusetts reconoció que "Típicamente, el accionista minoritario de una sociedad cerrada tiene una porción significativa de su patrimonio invertida en la compañía. Este asociado pudo haber anticipado que devengar un salario a partir de una posición de empleo en la compañía, bien podría convertirse en su única fuente de ingresos" (sentencia del 2 de mayo de 1975).

económico de los demás asociados. En estas circunstancias, la evidente disparidad entre los intereses de los accionistas mayoritarios y los minoritarios de la sociedad de capital cerrada puede ocasionar disputas relativas a las políticas de repartición de utilidades, que deben ser examinadas a la luz de la teoría del abuso del derecho, ante la presencia de conductas oprobiosas de parte de las mayorías.

El análisis desarrollado en este capítulo demuestra que las decisiones adoptadas por los titulares de la mayoría, relacionadas con las políticas de repartición de utilidades, pueden ser incorrectas hasta el punto de desbordar los fines propios de la asociación comercial. Debe quedar claro que la existencia de un propósito legítimo de negocios, como justificación para la retención continuada de las ganancias obtenidas por la compañía, no debe excluir de plano la revisión judicial *ex post* de las políticas de repartición de utilidades de las sociedades cerradas. Son precisamente aquellos proyectos, los que requieren un mayor escrutinio de parte del juez societario. El ejercicio del costo de capital puede convertirse en una herramienta propicia para la resolución de esta clase de conflictos de interés, con la finalidad de optimizar la eficacia de los mecanismos jurisdiccionales de protección de accionistas.

Es evidente, no obstante, que la aplicación irrestricta del ejercicio del costo de capital implicaría un grado de interferencia judicial que puede ser calificado como excesivo, desde el punto de vista de la gestión interna de los negocios sociales. Asimismo, la efectividad del ejercicio señalado

demandará una compleja labor de sofisticación del sistema judicial. Así, pues, el interrogante que habrá que solucionar es el atinente a si las razones recién expuestas son suficientes para dejar desprotegidos a los asociados minoritarios frente al exuberante poder de los controlantes y sus designios oportunistas, en países emergentes cuya estructura productiva se caracteriza por la tendencia a la concentración de la propiedad y la prevalencia del marcado problema de agencia entre mayoritarios y minoritarios.

B. Criterios analíticos para la adopción de políticas de dividendos adecuadas

En el presente artículo se ha evidenciado que las políticas de repartición de utilidades suelen ser objeto de enconadas controversias que se ventilan, con suma frecuencia, ante instancias judiciales. Lo anterior obedece a que quienes ostentan el control sobre la compañía tienen una amplia discrecionalidad en la toma de las decisiones relativas a la distribución de las ganancias generadas en desarrollo de los negocios sociales. Es así como la adopción de una política de dividendos adversa a los intereses de los inversionistas puede acentuar los conflictos de interés entre los asociados mayoritarios y los titulares de la minoría. En realidad, la reinversión improductiva de las utilidades retenidas en las sociedades comerciales ha permitido cuestionar, incluso, la eficiencia de los administradores sociales en el manejo de recursos de las compañías cotizadas en los mercados financieros de los Estados Unidos. En la década de 1970, las mediciones econométricas de Baumol, Heim, Malkiel y Quandt indicaron que

las sumas retenidas en las sociedades de capital durante el último cuarto de siglo habían sido excesivas. Asimismo, se arribó a la conclusión de que los órganos de administración suelen darle un manejo visiblemente inadecuado al capital de las compañías, toda vez que las tasas de retorno por la reinversión de las utilidades retenidas en proyectos de expansión económica resultaron ser considerablemente menores a los rendimientos que los inversionistas habrían podido obtener por conducto de otros vehículos de inversión (Israel, 1975, pág. 88).

Este acervo de información indica que el diseño de las políticas relacionadas con el reparto de utilidades en las compañías de capital debe seguir un procedimiento cuidadoso y concienzudo. En respuesta a lo anterior, es conveniente traer a colación el ejemplo trazado por Klein et al., (2010):

Al inicio de un ejercicio social, la sociedad α cuenta con la siguiente información y proyecciones financieras:

Número de acciones	1000
Ganancias esperadas	\$ 12 000
Dividendos esperados	\$ 12 000
Ganancias y dividendos por cada acción	\$ 12
Valor de mercado de cada acción	\$ 100

Al término de dicho ejercicio, la sociedad α obtuvo ganancias por un valor total de \$12 000 dólares. En ese punto, la compañía se enfrenta con dos alternativas distintas para disponer de aquellos excedentes de liquidez: por un lado,

puede distribuir la suma entre los accionistas a título de dividendo y, por el otro, puede reinvertirlos en un proyecto de expansión con un retorno esperado del doce por ciento (12%). Con base en las cifras expuestas, tanto la retención como la reinversión de las utilidades tendrán las mismas consecuencias para los accionistas, desde el punto de vista financiero. En efecto, si la suma en cuestión es retenida y reinvertida, las expectativas de ganancias de la compañía aumentarán en un doce por ciento (12%) por cuenta de la nueva inversión. A su turno, el valor de mercado de las acciones se incrementará en el mismo porcentaje, para un total de \$112 dólares. Si, en cambio, la sociedad reparte los \$12 000 dólares a título de dividendo, el importe de las acciones se mantendrá en \$100, pero su titular habrá recibido un dividendo de \$12 dólares y el valor de sus activos ascenderá a \$112. En ambos casos, las ganancias del inversionista son idénticas y este podrá ser indiferente frente a la política que la sociedad adopte; lo que varía, en verdad, no es otra cosa que el modo de enriquecimiento.

Por el contrario, si las utilidades retenidas por la sociedad son invertidas en un proyecto con un retorno esperado del seis por ciento (6%), la conclusión será distinta. En este caso, si la compañía retiene y reinvierte los \$12 000 dólares mencionados, el valor de cada acción solo aumentará a \$106 y para los accionistas será preferible que se repartan las ganancias a título de dividendo. Por el contrario, si la sociedad —y no el accionista— puede invertir dichos \$12 000 dólares a una tasa de retorno del dieciocho por ciento (18%), la retención y posterior reinversión

de las ganancias tendrán como consecuencia un aumento del valor de las acciones para un total de \$118 dólares. En esta última hipótesis, es claro sobremanera que el accionista se verá beneficiado en mayor medida por la retención.

Por supuesto, es menester recordar que este análisis puede verse afectado en forma sustancial por los regímenes de tributación aplicables a la sociedad y los accionistas y, posiblemente, por los costos de transacción en que estos últimos tengan que incurrir para materializar el mayor valor de sus acciones. Asimismo, el modelo recién expuesto es propio de una sociedad abierta y, por lo mismo, no puede ser aplicado en forma análoga en el caso de las sociedades cerradas. Sin embargo, estos ejemplos pueden ser prácticos para analizar las políticas de repartición de utilidades que se adoptan en las sociedades de capital, a la luz del bienestar de los inversionistas y sus intereses económicos, independientemente de las diferentes taxonomías societarias. Por lo demás, esta clase de análisis puede orientar a jueces y legisladores en la tarea de asegurar la aplicación efectiva de las soluciones regulatorias encaminadas a proteger los derechos de los accionistas en las sociedades de capital modernas.

V. REFLEXIONES FINALES

Una de las funciones inmediatas del derecho societario consiste en neutralizar los conflictos que se presentan entre los partícipes de la actividad social. Se ha establecido que el medio más efectivo para lograr los objetivos generales

y específicos de esta rama del derecho tiene que ver con el desarrollo de estrategias regulatorias y de gobierno que permitan maximizar el valor de la inversión de quienes comprometen su capital con el desarrollo de los negocios sociales (Kraakman et al., 2014, pág. 28). Bajo este mismo rasero se sitúan los expedientes de protección de accionistas minoritarios, que han tenido aplicación significativa en diversas jurisdicciones a lo largo del mundo. Sin duda, una solución inadecuada del derecho societario a los problemas de agencia que se presentan en cada región puede ser favorable para los intereses oportunistas de quienes ejercen el control sobre la sociedad de capital con limitación de responsabilidad. Por esta razón, la inclusión del novedoso mecanismo de fiscalización judicial a que hace referencia el artículo 43 de la Ley 1258 de 2008 a nuestra legislación societaria y su extensión posterior a los demás tipos sociales contenidos en el Libro II del Código de Comercio, representan verdaderas innovaciones que deben ser recibidas con beneplácito en nuestro país.

El tratamiento que la Superintendencia de Sociedades le ha dispensado a la teoría de abuso del derecho denota una asombrosa riqueza conceptual, que agrupa los desarrollos de las fuentes más autorizadas del derecho comparado. En particular, deben destacarse los impresionantes desarrollos del sistema anglosajón, tales como la doctrina de opresión de los accionistas y la creación de los denominados remedios para la opresión, que instituyeron pautas ineludibles para la revisión judicial de las políticas de dividendos en hipótesis de abuso del derecho.

Estas propuestas pueden orientar la implementación correcta de las tendencias emergentes del derecho societario nacional, a las disputas que se presentan día tras día entre los empresarios. En un país como el nuestro, que se encuentra rebotado de sociedades cerradas, es fundamental contar con un acervo de soluciones regulatorias que garanticen la protección de los accionistas minoritarios mediante el acceso a un sistema judicial especializado. Tal y como lo advirtió el célebre jurista anglosajón Roscoe Pound (1910), la adaptación de la ley a las realidades de la vida humana debe ser un proceso continuo que apunte a la eficacia de las instituciones. Es así como las leyes en materia societaria deben atender a la coyuntura económica de cada región y las necesidades del tráfico mercantil. En respuesta a aquellos objetivos cardinales, la presente investigación expone algunos criterios analíticos que pueden conducir a soluciones adecuadas de los conflictos relacionados con las políticas de repartición de utilidades en las sociedades de capital.

En primer lugar, debe recordarse que —contrario a lo que se suele creer— la existencia de un propósito legítimo de negocios no puede convertirse en justificación para descartar automáticamente la revisión judicial de las políticas de repartición de utilidades. Es, precisamente, ante la presencia de un proyecto de expansión económica, orientado a fortalecer patrimonialmente a la compañía, que los jueces deben escudriñar con mayor rigor los móviles determinantes de las decisiones controvertidas. Ello obedece a que los accionistas mayoritarios suelen adoptar determinaciones con base en incentivos que

pueden estar desalineados con los intereses de los demás asociados, y dar lugar a conductas opresivas que perjudiquen a los minoritarios. Para identificar y resolver aquellas situaciones inaceptables, el ejercicio del costo de capital puede resultar altamente útil.

En segundo lugar, es claro que las reglas que limitan la intervención judicial en los asuntos internos de las sociedades abiertas no pueden ser aplicadas análogamente en el caso de las sociedades cerradas. En efecto, la disponibilidad de un mercado ávido de operaciones bursátiles les abre una compuerta a los accionistas minoritarios de las sociedades abiertas, que desean vender sus acciones a un precio justo. Adicionalmente, la disciplina del mercado mitiga las posibilidades de que los controlantes se adjudiquen prerrogativas especiales a expensas de la minoría. En las sociedades cerradas, la inexistencia de un mercado líquido sitúa a los minoritarios en manifiestas condiciones de desventaja frente a las mayorías, lo cual justifica la necesidad de implementar soluciones distintas para hacerles frente a los expedientes opresivos y a las denominadas técnicas de exclusión inducida. No se trata, como lo advierten Easterbrook y Fischel (1948), de alegar que los accionistas minoritarios de las sociedades cerradas se hallan expuestos a riesgos únicos de explotación, en comparación con aquellos de las abiertas —o viceversa—; simplemente, se debe reconocer que las visibles diferencias en las estructuras económicas de ambos tipos de sociedades demandan el diseño de mecanismos de control alternativos. Como se pudo apreciar, estas premisas se acenúan en hipótesis de retención de utilidades.

Los criterios analíticos expuestos en el presente trabajo pueden permitirles a las autoridades judiciales desarrollar nuevas reglas para nutrir las normas sustanciales y procesales de nuestro ordenamiento jurídico y, así, actuar en concordancia con lo que Luca Enriques (2002) denomina el “buen juez societario” (pág. 772). Sin duda, la justicia colombiana debe ponerse al día con las prácticas internacionales más avanzadas en materia societaria. Ello convierte a nuestro país en un escenario próspero para la aplicación de la teoría del abuso del derecho. Sobre la base de las normas existentes, es posible abrir espacios para la implementación de nuevas tendencias dogmáticas y asegurar la aplicación eficaz de los mecanismos de protección de accionistas, quienes podrán encontrar mejores incentivos para dirimir sus controversias ante un sistema judicial sólido y funcional.

Referencias

- Bainbridge, S. (2009). *Corporate Law*. Nueva York: Foundation Press.
- Corte de Apelaciones del Estado de Nueva York. 484 N.Y.S. 2d 799, 473 N.E.2d 1173 (N.Y. 1984). *Kemp & Beatly Inc.* (Noviembre 29, 2014).
- Corte Suprema del Estado de Michigan. 370 Mich. 459; 170 N.W. 668 (Mich. 1919). *Dodge contra Ford Motor Co.* (Febrero 7, 1919).
- Corte Suprema Judicial del Estado de Massachusetts. 367 Mass. 578; 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975). *Euphemia Donahue contra Rodd Electrotype*. (Mayo 2, 1975).
- Easterbrook, F. H. y Fischel, D. R. (1948). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Enriques, L. (2002). *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*. Obtenido de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442320
- Fischel, D. R. (1981). *The Law and Economics of Dividend Policy*. Obtenido de chicagounbound: http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2418&context=journal_articles
- Israel, D. M. (1975). *The Business Judgement Rule and the Declaration of Corporate Dividends: A Reappraisal*. Obtenido de hofstralawreview: http://www.hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/08/09_4HofstraLRev731975-1976.pdf
- Klein, W. A., Coffee, J. C. y Partnoy, F. (2010). *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*. Nueva York: Thomson Reuters/Foundation Press.
- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Rock, E. (2014). *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.

- Le Cannu, P. y Dondero, B. (2012). *Droit des sociétés*. París: Montchrestien.
- Martínez Neira, N. H. (2014). *Cátedra de derecho contractual societario: regulación comercial y bursátil de los contratos societarios*. Bogotá: Legis.
- Moll, D. K. (2003). *Shareholder Oppression & Dividend Policy in the Close Corporation*. Obtenido de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=437162
- O'neal, F. H. (1961). *Arrangements Which Protect Minority Shareholders Against "Squeeze-outs"*. Obtenido de scholarship: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5673&context=faculty_scholarship
- O'neal, F. H. (1987). *Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights*. Obtenido de engagedscholarship: <http://engagedscholarship.csuohio.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1912&context=clevstlrev>
- Ospina, A. (1967). *Los dividendos de las sociedades anónimas*. Bogotá: Kelly.
- Pinzón, G. (1992). Inspección y vigilancia de las sociedades. En *20 años del Código de Comercio*. Bogotá: Ediciones de la Superintendencia de Sociedades.
- Pound, R. (1910). *Law in the Books and Law in Action*. Obtenido de heinonline: <http://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/amlr44&div=5&id=&page=>
- Reyes, F. (2013a). *Análisis económico del derecho societario*. Bogotá: Legis.
- Reyes, F. (2013b). *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea*. Bogotá: Legis.
- Reyes, F. (2013c). *SAS: la Sociedad por Acciones Simplificada*. Bogotá: Legis.
- Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-073. *Servicius S. A. contra Nueva Clínica Sagrado Corazón S.A.S.* (Diciembre 19, 2013).
- Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-020. *Capital Airports Holding Company contra CAH Colombia S.A.* (Febrero 27, 2014).
- Superintendencia de Sociedades. Sentencia n.º 800-044. *Isabel Cristina Sánchez contra CIA del Infractor de Tránsito S.A.S. y otros.* (Julio 18, 2014).