

OFICIO 220-227203 DEL 17 DE OCTUBRE DE 2017

ASUNTO: DERECHO DE PREFERENCIA EN LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES. CONDICIÓN DE PRECIO MÍNIMO Y METODOLOGÍA DE VALORACIÓN.

Me refiero su comunicación radicada bajo No. 2017-01-428238, mediante la cual se sirvió formular una consulta sobre el derecho de preferencia en la negociación de acciones en la sociedad anónima, particularmente sobre figura de la oferta sujeta a la condición de una precio mínimo y la inclusión de cláusulas relativas a la metodología de valoración en un proceso de derecho de preferencia en la enajenación.

Luego de algunas consideraciones sobre la materia, la consulta plantea los siguientes interrogantes:

1.- “En el contexto de una oferta de acciones en un proceso de derecho de preferencia ¿se puede sujetar dicha oferta a la condición de un precio mínimo? De ser así y, si dicha condición no se cumple ¿se entiende agotado el derecho de preferencia y puede el oferente salir a vender sus acciones a un tercero?

2.- “En el artículo 407 del Código de Comercio se establece que el precio y la forma de pago de las acciones serán (sic) fijada en cada caso por los interesados y, si éstos no se pusieren de acuerdo, por peritos designados por las partes o, en su defecto, por el respectivo superintendente. En consideración con lo anterior ¿sería posible incluir en los estatutos sociales la metodología (ej. Método de valoración de flujo de caja descontados, múltiplos de EBITDA, etc) mediante la cual se establezca el precio y quienes fijen dicho precio en caso que los interesados no se pongan de acuerdo en un proceso de derecho de preferencia en la enajenación de acciones?

Sobre la base de que los pronunciamientos emitidos en esta instancia no expresan más que una opinión general de la Entidad sobre las materias a su cargo, que no tienen carácter vinculante ni comprometen su responsabilidad, conforme al artículo 28 del Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo, procede efectuar las siguientes precisiones de orden jurídico :

1. De las condiciones de la oferta.

En primer lugar, debe tenerse en cuenta: i) que en materia mercantil el pacto de preferencia es aquel, por virtud del cual, una de las partes “se obliga a preferir a la otra para la conclusión de un contrato posterior, sobre determinadas cosas, por un precio fijo o por el que ofrezca un tercero, en determinadas condiciones o en las mismas que dicho tercero proponga”¹; ii) que en tratándose de las sociedades

anónimas, las acciones comunes son libremente negociables, salvo que se hubiere estipulado el derecho de preferencia², y iii) que “si las acciones fueren nominativas y los estatutos estipularen el derecho de preferencia en la negociación, se indicarán los plazos y condiciones dentro de las cuales la sociedad o los accionistas podrán ejercerlo; pero, el precio y la forma de pago de las acciones serán fijados en cada caso por los interesados y, si éstos no se pusieren de acuerdo, por peritos designados por las partes o, en su defecto, por el respectivo superintendente. No surtirá ningún efecto la estipulación que contraviniera la presente norma”³ (subraya propia).

Por su parte es sabido que la enajenación de acciones sujeta al derecho de preferencia, supone la formulación de una oferta por parte del propietario a los demás accionistas, a la sociedad o a ambos, según lo estipulado, con el cumplimiento de los requisitos a ese fin consagrados en los artículos 845 y siguientes del Código de Comercio⁴, la cual puede contener condicionamientos como el ofrecimiento en bloque o “de todas o ninguna” e incluso la exigencia de un precio base o precio mínimo pretendido, que puede ser igual, superior o inferior al nominal⁵.

1 Artículo 862 del Código de Comercio.

2 Artículo 403 y numeral 3 del artículo 379 del Código de Comercio.

3 Artículo 407.

4 Oficio 220-182158 del 20 de septiembre de 2016: “Por tanto, cuando el derecho de preferencia opera, cualquier asociado que pretenda enajenar total o parcialmente sus partes alícuotas, debe ofrecerlas a los demás socios para que sean éstos en primer lugar quienes tengan la posibilidad de adquirirlas, de manera que sólo si éstos manifiestan expresa o tácitamente su desinterés por todas o algunas, puedan ser adquiridas por terceros. Ahora bien, la alusión a un negocio jurídico, supone aquel celebrado a consecuencia de una oferta, sujeta tanto a los plazos y condiciones previstos en los estatutos, como a la estructura jurídica que gobierna la oferta o propuesta, lo que de consiguiente remite a los requisitos generales establecidos en los artículos 845 y siguientes del Código de Comercio. Según la norma invocada, la oferta o propuesta del proyecto de negocio jurídico debe contener los elementos esenciales del mismo y ser comunicada al destinatario; a su vez el artículo 407 ibídem, establece que los plazos y condiciones se someterán a los estatutos, pero el precio y la forma de pago serán definidos por los interesados. En este caso el interesado es el enajenante, quien determinará claramente en la oferta el valor de su acción y la forma como espera que sea cancelado su precio; de ahí que según los términos del artículo 855 ídem, cualquier modificación a la misma significa que es otro el negocio jurídico ofrecido”.

5 Oficios 220-091195 del 10 de julio de 2015: “Respecto al precio, el artículo 407 de la codificación mercantil, por su parte, consagra lo siguiente: “Si las acciones fueren nominativas y los estatutos estipularen el derecho de preferencia en la negociación, se indicarán los plazos y condiciones dentro de los cuales la sociedad o los

Sobre la condición de ofrecimiento en bloque o “de todas o ninguna”, esta Entidad mediante Oficio 220-065689 del 22 de agosto de 2012⁶, se refirió así al tema:

“Gracias entonces a que ha sido necesario abordar nuevamente el tema desde la perspectiva de las inquietudes que han sido planteadas, este Despacho se permite recoger su doctrina actual frente al tema, particularmente la contenida en los oficios 220-071128 del 12 de diciembre de 2005, 220-002 del 5 de enero de 2006, 220-001918 del 17 de Enero de

2006 y 220- 034592 del 12 de julio de 2007 y, en su lugar, hace suyas en esta oportunidad las conclusiones que al respecto expone el estudio al que se hizo alusión, toda vez que los argumentos de orden jurídico y conceptual en que le sirven de fundamento, no dejan duda ninguna en el sentido de que tratándose de la negociación de acciones, efectivamente ***es posible desde el punto de vista legal la oferta de ‘todas o ninguna’; y más aún, que negar su posibilidad conduce a equiparar el ejercicio legal del derecho de preferencia para comprar, con una interferencia ilegal en el ejercicio legal del derecho de vender.***

Es así que este Despacho reconoce ahora que contrario a lo que venía sosteniendo desde el año 2005 hasta la fecha, ***es viable legalmente formular una oferta de venta de acciones en una sociedad anónima, con sujeción al derecho de preferencia pactado en los estatutos, subordinada a que se reciban aceptaciones de adquisición de la totalidad de las acciones ofrecidas.***

A esta conclusión llegó el Comité Jurídico en sesión que consta en el Acta

01 de 2012 en los siguientes términos:

De lo expuesto se concluye que para la oferta de venta de acciones nominativas en una sociedad anónima en cuyos estatutos se haya estipulado el derecho accidental de preferencia, existe una norma legal especial, el artículo 407 del C.Co., de carácter imperativo y que sanciona con ineficacia las estipulaciones que la contravengan. Dicha disposición armoniza el derecho legal de venta de los propietarios de las acciones y el derecho a ser preferidos como compradores de los beneficiarios de la preferencia estatutaria. Para lo que aquí interesa, y en forma acorde con dicha armonización, en la ley se establece una regulación aplicable a los elementos esenciales de la venta ofrecida, a las condiciones en general de la oferta y al precio y la forma de pago en particular, cuyas siguientes

accionistas podrán ejercerlo; pero el precio y la forma de pago de las acciones serán fijados en cada caso por los interesados y, si éstos no se pusieren de acuerdo, por peritos designados por las partes...) De lo expuesto claramente se infiere entre otros, que las condiciones de enajenación así como el precio, deben ser acordadas voluntaria y libremente por partes interesadas en el negocio, lo que permite obviamente fijar un valor igual, inferior o superior al nominal, según los criterios de valoración de la empresa al momento de la realización del negocio”.

6 Este concepto ha sido reiterado en diversos oficios, incluyendo el Oficio 220-246524 del 16 de diciembre de 2016, citado por el peticionario.

características permiten afirmar que la oferta de venta de “todas o ninguna” de las acciones de propiedad del oferente es perfectamente legal:

- El derecho de libre negociación de las acciones consagrado en el numeral tercero del artículo 379 del C. Co. tiene un aspecto objetivo y uno subjetivo, de manera que si no se pacta expresamente el derecho de preferencia en los estatutos, el propietario, desde el punto de vista objetivo, está facultado para vender una, varias o todas de las acciones de su propiedad; y desde el punto de vista subjetivo está facultado para celebrar la venta con cualquier persona.

- Cuando se pacta el derecho de preferencia, se establece un derecho subjetivo a favor de la sociedad o de los accionistas, o de ambos, que pueden ejercer en los plazos y condiciones que para tal efecto se indiquen en los estatutos. Dicha indicación, que es general, obliga a todos los accionistas, y su observancia impone que la sociedad no inscriba la transferencia de acciones enajenadas en forma contraria a ella.

En el artículo 407 del C.Co., por las razones ya expuestas, se establece que **la forma de pago** y uno de los elementos esenciales de la venta, a saber, **el precio**, deben ser fijados en cada caso por los interesados, y que a falta de acuerdo se requiere un peritazgo que deje a salvo la eficacia del negocio derivado de la intención concurrente de vender y comprar las acciones ofrecidas. Pero las acciones, que corresponden a la cosa a vender, que es el otro elemento esencial de la venta ofrecida, no son, ni podían serlo, materia de indicación estatutaria general y anticipada, ni son materia de peritazgo a falta de un hipotético acuerdo entre oferente y destinatarios que no se prevé en la ley.

- En el artículo 407 del C.Co., no se incluyen ni las acciones ni el precio entre las cuestiones a indicar en los estatutos; y en cuanto a los asuntos que deben acordar los interesados o que quedan sujetos a peritazgo, la norma legal se refiere únicamente al precio y forma de pago. No menciona las acciones objeto de dicho precio y forma de pago, como quiera que se trata de una variable imposible de someter a peritazgo, que depende enteramente de la voluntad del propietario y que es la base para que los interesados acuerden o el perito dictamine el precio y la forma de pago del mismo.

- Más aún, cualquier estipulación que pretendiera imponerle al propietario la cantidad de acciones que debe vender resulta contraria a lo dispuesto en el artículo 407 del C.Co., y por esa razón no podría surtir ningún efecto, dada la ineficacia consagrada en ese mismo artículo.

Así las cosas, cuando un accionista decide ofrecer la venta de ‘todas o ninguna’ de las acciones de su propiedad, no condiciona su compromiso en forma ilegal, sino que simplemente subordina la eficacia de su compromiso irrevocable a que se acepte el elemento esencial del negocio ofrecido que, de acuerdo con la ley,

está facultado para determinar con entera libertad, en ejercicio de la autonomía contractual y del derecho de disposición de sus cosas, ambos amparados por el régimen constitucional vigente”.

En este orden de ideas es claro entonces en criterio de esta Entidad, que por la circunstancia de estar pactado el derecho de preferencia, no existe impedimento alguno para que el accionista interesado en vender incluya en la oferta la condición de un precio mínimo respecto de las acciones ofrecidas, de tal manera que solamente se entenderá aceptada la propuesta del negocio y tendrá efectos vinculantes, si de parte de los destinatarios hay anuencia en el precio indicado, como quiera que una estipulación en tal sentido, está directamente relacionada de una parte con la libre negociabilidad de las acciones y de otra, con la autonomía en la determinación del precio consagrada en el artículo 407 del Código de Comercio. En todo caso, ha de tenerse en cuenta, la regla establecida en el artículo 56 de la Ley 1819 de 2016 sobre la fijación del precio de venta de las acciones poseídas por sociedades nacionales que no cotizan en bolsa, el cual se presume no puede ser inferior al valor intrínseco incrementado en un 15%.

Ahora bien, de no aceptarse en ese evento la oferta por los beneficiarios del derecho de preferencia en las condiciones descritas, el mismo efectivamente se entenderá agotado y por consiguiente, el accionista quedará en entera libertad de enajenar sus acciones a un tercero, que puede ser o no accionista, siempre y cuando que éste acepte adquirirlas en las mismas condiciones de precio mínimo propuestas inicialmente a los accionistas.

Por tanto, al titular le asiste de manera privativa la potestad de establecer el precio de las acciones objeto de negociación, lo que le permite o bien fijar en la oferta un precio mínimo invariable al que se supedita el negocio, o en su lugar, dejar la posibilidad de que los destinatarios acepten de manera condicionada la oferta, en cuyo caso serán éstos es decir los interesados, los llamados a fijar de común acuerdo el precio final y si estos no se pusieren de acuerdo, por peritos designados en la forma prevista por la norma citada.

2. Estipulaciones sobre metodología para determinación del precio.

En lo que atañe a la regulación estatutaria del derecho de preferencia, es preciso reiterar que artículo 407 del Código de Comercio, tantas veces mencionado, es enfático en advertir que en los estatutos la sociedad puede estipular las condiciones para su ejercicio, esto es, los procedimientos, plazos o circunstancias que deben satisfacer los socios para la enajenación de acciones, siempre y cuando no estén referidas al precio y la forma de pago, los cuales “serán fijados

en cada caso por los interesados” o en su defecto por los peritos designados al efecto.

Tal estipulación excluye la posibilidad de consagrar estatutariamente “la metodología (...) mediante la cual se establezca el precio y quienes fijen dicho precio en caso que los interesados no se pongan de acuerdo” como quiera que con ello se estaría conculcando la discrecionalidad reconocida al enajenante⁷ para la determinación del precio de sus acciones al inicio del procedimiento de enajenación, con independencia de que al no existir la aceptación del mismo por parte del destinatario de la oferta, esta facultad se pierda y corresponda entonces su determinación a los peritos.

Esto es así, dado que el derecho de preferencia se considera un derecho personalísimo que se materializa con la manifestación de voluntad de adquirir parte o la totalidad de las acciones ofrecidas, por lo que los socios o la sociedad que no se pronunciaron en tal sentido se consideran terceros frente al negocio jurídico y, en consecuencia, mal podrían incidir de alguna manera en la determinación del precio y la forma de pago.

En consecuencia, cualquier estipulación estatutaria que pretenda imponer un método para la valoración de las acciones, determinación del precio de la oferta y la forma de pago, en concepto de este Despacho carecería de efecto por disposición expresa de la ley.

En los anteriores términos su solicitud ha sido atendida con los alcances previstos en el Artículo 28 del Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo, no sin antes observar que para mayor ilustración puede consultar en la página WEB la normatividad, los conceptos que la Entidad emite y la Circular Básica Jurídica, entre otros..

⁷ Oficio 220-143298 del 8 de septiembre de 2014: “Para responder el interrogante planteado debo manifestarle, en primer lugar, que la negociación de acciones (Art. 403 del Código de Comercio), particularmente la facultad para establecer el precio de las mismas o cualquier otra condición de la negociación, Vr Gr., la forma y plazos para el pago, entre otros aspectos, son asuntos del resorte exclusivo de las partes interesadas en la negociación, luego el precio de las acciones será el que de común acuerdo pacten las partes intervinientes. Al respecto es preciso indicarle que la negociación de acciones es un tema diferente al previsto en el artículo 386 del Código de Comercio que contempla los requisitos mínimos del reglamento de colocación de acciones”.