



**SUPERINTENDENCIA
DE SOCIEDADES**

AUTO

Superintendencia de Sociedades

Bogotá, D.C.

En sus escritos cite siempre el siguiente número: 2016-800-129

Partes

Inversiones de Gases de Colombia (Invercolsa) S.A.

contra

Gases del Caribe S.A. E.S.P., Promigas S.A. E.S.P. y AA S.A.S.

Asunto

Artículo 24 del Código General del Proceso

Trámite

Proceso verbal

Número del proceso

2016-800-129

I. ANTECEDENTES

1. El 16 de mayo de 2016, Invercolsa S.A. presentó una demanda ante este Despacho.
2. En un escrito que acompañó a la demanda se solicitaron medidas cautelares.

II. CONSIDERACIONES DEL DESPACHO

Esta Superintendencia se ha pronunciado en múltiples oportunidades acerca de los presupuestos que deben acreditarse para establecer la procedencia de medidas cautelares en procesos societarios. Tales presupuestos han sido derivados de lo previsto en los artículos 382 y 590 del Código General del Proceso, así como de la aplicación de estas normas en los diversos casos sometidos a consideración de esta Delegatura. En las siguientes páginas se presenta un análisis de los elementos de juicio disponibles, a fin de analizar si deben decretarse las medidas cautelares solicitadas por la demandante.

1. Las probabilidades de éxito de las pretensiones formuladas en la demanda

El primero de los presupuestos mencionados consiste en un examen preliminar de los diferentes elementos de juicio disponibles, para efectos de determinar, con alguna precisión, las probabilidades de éxito de las pretensiones formuladas por el demandante. Este presupuesto se deriva de la denominada apariencia de buen derecho a que alude el artículo 590 del Código General del Proceso. La apariencia de buen derecho ha sido referida a 'la carga de acreditar de forma provisional e indiciaria, que la pretensión principal presenta visos de poder prosperar; [es preciso establecer] una probabilidad cualificada de éxito de la

pretensión que se pretende cautelar'.¹ El análisis preliminar a que se ha hecho referencia no conlleva, en forma alguna, un prejuzgamiento que le impida al juez pronunciarse más adelante acerca del fondo del asunto. Por tratarse de una valoración previa de las pruebas disponibles cuando se solicita la medida cautelar, es perfectamente factible que, al momento de dictar sentencia, el juez llegue a una conclusión diferente de la expresada en el auto de medidas cautelares. En efecto, durante el curso del proceso pueden surgir elementos de juicio que le resten fuerza a los argumentos empleados por el juez para haber aceptado o rechazado la medida.²

Formuladas las anteriores consideraciones, es procedente ahora analizar la solicitud de medidas cautelares a que se ha hecho referencia.

Invercolsa S.A. ha controvertido la decisión de inscribir las acciones de Gases del Caribe S.A. en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y la Bolsa de Valores de Colombia. Tal determinación fue aprobada con los votos positivos de Promigas S.A. y AA S.A.S. durante la reunión ordinaria de la asamblea general de accionistas de Gases del Caribe S.A. celebrada el 31 de marzo de 2016. En criterio de Invercolsa S.A., la decisión en comento debe ser anulada por cuanto se adoptó sin la mayoría calificada prevista en los estatutos para las reformas estatutarias y, además, fue producto del ejercicio abusivo del derecho de voto.

A. Acerca de la decisión de inscribir en bolsa las acciones de una compañía

El primero de los argumentos en que se funda la demanda está relacionado con la naturaleza de la decisión de inscribir las acciones de una compañía en el RNVE y la Bolsa de Valores de Colombia. Invercolsa S.A. considera que esa determinación constituye una reforma estatutaria, debido a los importantes efectos que la inscripción referida puede tener sobre el funcionamiento interno de Gases del Caribe S.A. Según se anota en la demanda, 'la trascendencia de la decisión adoptada por sí misma, da cuenta de su naturaleza de reforma estatutaria, en cuanto que la inscripción de acciones en Bolsa no sólo elimina el derecho de preferencia, sino que además, consolida a la sociedad como una sociedad abierta' (vid. Folio 13). De aceptarse esta postura, la decisión controvertida en este proceso sólo podría haberse aprobado con la mayoría calificada prevista para las reformas estatutarias en el artículo 40 de los estatutos de Gases del Caribe S.A., vale decir, el 70% de las acciones representadas en la respectiva reunión de la asamblea. Sin embargo, la inscripción cuestionada obtuvo el voto favorable de apenas el 51.04% de las acciones presentes en la sesión del 31 de marzo de 2016. Es por esta razón que, si el Despacho coincidiera con la interpretación de Invercolsa S.A., podría justificarse la nulidad absoluta invocada en la demanda.

Con todo, la decisión de inscribir en bolsa las acciones de una compañía no necesariamente constituye una reforma estatutaria. Por una parte, la determinación estudiada tiene la virtualidad de provocar la modificación de las cláusulas estatutarias atinentes al derecho de preferencia en la negociación de acciones y al régimen de quórum y mayorías para el funcionamiento del máximo órgano social. De otra parte, sin embargo, tales modificaciones no provienen de una decisión deliberada de reformar los estatutos, sino, más bien, de los efectos legales automáticos descritos en los artículos 407 del Código de Comercio y 68 de

¹ J Garnica Martín, 'Medidas cautelares en el proceso de impugnación de acuerdos sociales' en Órganos de la Sociedad de Capital (2008, Valencia, Tirant Lo Blanch) 580.

² En opinión de Garnica Martín, el análisis preliminar requerido para establecer la apariencia de buen derecho 'no tiene por qué significar que el juez que ha emitido un juicio previo haya perdido su imparcialidad: ambos juicios versan sobre lo mismo pero no se emiten a partir de los mismos elementos probatorios, por lo que no es difícil que pueda cambiar la visión del juez que dictó medidas cautelares sobre el asunto cuando dicta sentencia' (id., 80).

la Ley 222 de 1995. Por esta razón, 'la operación en comento no constituye una reforma de estatutos en estricto sentido [...]. Se trata, entonces, de una decisión simplemente *asimilada* a las reformas estatutarias'.³

En todo caso, aunque la decisión bajo estudio no pudiera equipararse a una reforma estatutaria, existirían argumentos para sustentar la idea de que la inscripción en bolsa debe ser aprobada con las mayorías requeridas para la modificación del contrato social. Para comenzar, así se ha dispuesto expresamente en el artículo 5.2.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, a cuyo tenor, 'la decisión de inscripción de acciones [en el RNVE] deberá adoptarse por la asamblea general de accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias'. Tampoco debe perderse de vista la opinión expresada en la doctrina local, en el sentido de que 'la mayoría decisoria para adoptar una decisión de esta naturaleza no debería ser la ordinaria cuando exista en los estatutos de la sociedad anónima cerrada alguna mayoría decisoria calificada para aprobar reformas estatutarias. No respetar esa mayoría especial equivaldría a adoptar una reforma del contrato social sin contar para el efecto con las mayorías fijadas por los mismos accionistas para regir los cambios en la estructura contractual de la sociedad'.⁴

Bajo la postura antes expresada, la decisión de inscribir en bolsa las acciones de Gases del Caribe S.A. tan sólo podría haberse aprobado con el 70% de las acciones presentes en la reunión del 31 de marzo de 2016. En esa medida, según ya se explicó, las pretensiones de Invercolsa S.A. tendrían suficiente vocación de éxito como para justificar una medida cautelar. No obstante, también pueden encontrarse argumentos para rebatir la idea de que la entrada en bolsa de Gases del Caribe S.A. requiere la mayoría calificada prevista para la reforma de los estatutos de esa compañía. Por ejemplo, esta misma Superintendencia ha expresado, por vía judicial, que 'la decisión consistente en inscribir las acciones en el mercado público de valores tiene el efecto legal de suspender una cláusula estatutaria accidental [...] pero dicho efecto no se equipara con su causa, al extremo de convertirla en reforma estatutaria por asimilación y someterla entonces a la mayoría decisoria especial prevista por el estatuto social para las reformas'.⁵

Ante las posiciones divergentes presentadas en los párrafos anteriores, el Despacho considera necesario estudiar los demás argumentos propuestos por Invercolsa S.A., a fin de establecer si deben decretarse las medidas cautelares solicitadas con la demanda.

B. Acerca del abuso del derecho invocado en la demanda

Las apoderadas de Invercolsa S.A consideran que la decisión de inscribir a Gases del Caribe S.A. en la Bolsa de Valores de Colombia se adoptó a partir del ejercicio abusivo del derecho de voto. Tal y como se expresa en la demanda, 'la decisión adoptada con la proposición y voto favorable de Promigas S.A. y AA S.A.S. constituye un abuso del derecho al voto en perjuicio de los derechos que le asisten a Invercolsa [...]' (vid. Folio 17). También es relevante anotar que, según el criterio de la sociedad demandante, 'la decisión de inscripción en Bolsa es un nuevo intento por parte de AA S.A.S. y Promigas S.A. para desconocer los efectos del derecho de preferencia pactado en los estatutos de Gases del Caribe S.A., con un claro interés estratégico para tales accionistas, consistente en facilitar el control de la sociedad [...]' (vid. Folio 4). Con base en estas afirmaciones, Invercolsa S.A. pretende que este Despacho declare que Promigas S.A. y AA S.A.S. ejercieron abusivamente su derecho de voto, de modo que se decrete la nulidad absoluta de

³ FH Reyes Villamizar, Derecho societario (2006, 2ª ed., Bogotá, Editorial Temis) 75.

⁴ Id., 76.

⁵ Sentencia del 23 de enero de 2001, id., 77.

la decisión de inscribir las acciones de Gases del Caribe S.A. en el RNVE y la Bolsa de Valores de Colombia.

Para examinar los méritos de tales pretensiones, es necesario atender a los criterios analíticos que ha sentado esta Superintendencia, a lo largo de diversos pronunciamientos judiciales, para juzgar si un accionista ha ejercido en forma abusiva su derecho de voto. Lo primero que debe decirse es que, en un proceso de esta naturaleza, no es suficiente alegar que las decisiones aprobadas en una reunión asamblearia fueron contrarias a los intereses subjetivos de uno o varios accionistas. Por el contrario, al demandante le corresponde la altísima carga de demostrar que las actuaciones controvertidas en juicio estuvieron motivadas por una finalidad ilegítima. De no cumplirse con esta carga probatoria, las pretensiones judiciales del demandante serán inexorablemente desestimadas, como ha ocurrido en numerosos procesos judiciales tramitados ante esta Superintendencia.⁶ Con esta exigencia probatoria se ha intentado defender la idea de que los empresarios deben contar con la más amplia discreción para gestionar los negocios de una compañía, sin temer la intromisión indebida de los jueces.

Pero cuando se acredite que el derecho de voto fue usado en forma reprensible—para lesionar a un asociado o procurar una ventaja injusta—esta Superintendencia intervendrá decididamente, hasta en las esferas más íntimas de la compañía, a fin de remediar esa situación ilegal. Por esta vía, el Despacho ha invocado el abuso del derecho de voto para censurar la conducta indebida de accionistas en la remoción de administradores,⁷ la emisión primaria de acciones,⁸ la retención de utilidades,⁹ la capitalización de dividendos,¹⁰ el bloqueo de acciones sociales de responsabilidad,¹¹ la enajenación global de activos¹² y la creación de juntas directivas.¹³ En todos los casos mencionados, pudo desentrañarse la intención lesiva detrás de determinaciones en apariencia legítimas. Para tal efecto, la Superintendencia basó su análisis en circunstancias de diversa índole, tales como conflictos previos entre accionistas, decisiones aprobadas en forma intempestiva o sigilosa, explicaciones inverosímiles o insuficientes para justificar la actuación de la asamblea y otros indicios de similar naturaleza.

Dicho lo anterior, pueden ahora analizarse los elementos probatorios disponibles en esta temprana etapa del proceso, a fin de establecer si hay indicios de que los accionistas demandados actuaron en forma abusiva.

En primer lugar, la decisión de inscribir las acciones de Gases del Caribe S.A. en la Bolsa de Valores de Colombia podría causarle cuantiosos perjuicios a Invercolsa S.A., derivados de la pérdida de sus derechos de veto y de negociación preferente en la compañía. Según la información aportada con la demanda, las acciones en circulación de Gases del Caribe S.A. están repartidas entre tres bloques de accionistas, tal y como puede apreciarse en la siguiente tabla:

⁶ Cfr., por ejemplo, las sentencias n.ºs 800-78 del 14 de noviembre de 2014, 801-81 del 20 de noviembre de 2014, 800-50 del 8 de mayo de 2015, 800-54 del 15 de mayo de 2015 y 800-25 del 4 de abril de 2016.

⁷ Serviucis S.A. contra Nueva Clínica Sagrado Corazón S.A.S. (sentencia n.º 800-73 del 19 de diciembre de 2013).

⁸ Capital Airports Holding Company contra CAH Colombia S.A. (sentencia n.º 800-20 del 27 de febrero de 2014).

⁹ Isabel Cristina Sánchez Beltrán contra Centro Integral de Atención del Infractor de Tránsito S.A.S. (sentencia n.º 800-44 del 18 de julio de 2014).

¹⁰ María Victoria Solarte contra CSS Constructores S.A. (auto n.º 800-2730 del 17 de febrero de 2015).

¹¹ Jovalco S.A.S. contra Construcciones Orbi S.A. (sentencia n.º 800-54 del 14 de mayo de 2015).

¹² Martha Cecilia López contra Comercializadora GL S.A.S. (sentencia n.º 800-119 del 17 de septiembre de 2015).

¹³ Edgar Orlando Corredor contra Induesa Pinilla & Pinilla S. en C. (sentencia n.º 800-46 del 11 de mayo de 2016).

Composición de capital de Gases del Caribe S.A.
31 de marzo de 2016

Accionista	Porcentaje de participación
Invercolsa S.A.	48.9%
Promigas S.A.	30.9%
AA S.A.S.	20.04%

Bajo la distribución de capital antes reseñada, Invercolsa S.A. cuenta con un derecho de veto respecto de todas aquellas decisiones que, conforme al artículo 40 de los estatutos de Gases del Caribe S.A., requieran una mayoría decisoria calificada. Un primer grupo de decisiones sujetas a ese veto, cuya aprobación sólo puede darse con el 75% de las acciones suscritas, incluye la disolución anticipada, la fusión, el cambio del domicilio social y 'el traspaso, la enajenación o el arrendamiento de la totalidad de la empresa o de los haberes de ésta' (vid. Folio 80). El segundo grupo de decisiones que deben aprobarse con una mayoría calificada, en este caso del 70% de las acciones presentes en la respectiva reunión, abarca la reforma de los estatutos sociales y la modificación del orden del día previsto para las reuniones del máximo órgano social (id.). La mayoría especial prevista para las reformas estatutarias podría ser particularmente valiosa para Invercolsa S.A., en vista de que Gases del Caribe S.A. no cuenta actualmente con acciones en reserva.¹⁴ En esa medida, cualquier emisión primaria de acciones deberá ser concertada previamente con Invercolsa S.A. o de lo contrario no podrá aprobarse la reforma estatutaria requerida para aumentar el capital autorizado de Gases del Caribe S.A. En síntesis, pues, el derecho de veto antes explicado podría constituir un importante mecanismo de protección de los intereses de Invercolsa S.A., en su calidad de accionista de Gases del Caribe S.A.¹⁵

También es relevante anotar que en el artículo 21 de los estatutos de Gases del Caribe S.A. se ha consagrado el derecho de preferencia en la negociación de acciones. Esta prerrogativa adquiere particular relevancia en el presente caso, debido a que Invercolsa S.A. es propietaria de un porcentaje de participación bastante cercano a la mitad más una de las acciones en circulación de Gases del Caribe S.A. En consecuencia, mediante el simple ejercicio de la preferencia en cuestión, Invercolsa S.A. podría consolidar un bloque mayoritario de acciones en aquella compañía. Por ejemplo, si AA S.A.S. decide vender su participación, a Invercolsa S.A. le bastaría con hacer uso de su derecho de adquisición preferente para convertirse en la accionista mayoritaria de Gases del Caribe S.A. Algo similar ocurriría si Gases del Caribe S.A. decide adquirir preferentemente el bloque de acciones ofrecido en venta, tal y como lo permite el citado artículo 21. En esta hipótesis, la suspensión de los derechos políticos inherentes a las acciones readquiridas dejaría a Invercolsa S.A. con la mayoría de los votos en la asamblea general de accionistas de Gases del Caribe S.A.

Las importantes prerrogativas descritas en los párrafos anteriores desaparecerían si Gases del Caribe S.A. culmina con éxito el proceso de inscripción

¹⁴ Según el certificado de existencia y representación legal de Gases del Caribe S.A. aportado con la demanda, tanto el capital autorizado como el suscrito ascienden a la suma de \$1.755.368.900 (vid. Folio 55).

¹⁵ Según lo explicado por este Despacho en la sentencia n.º 800-50 del 7 de mayo de 2015, 'la posibilidad de ejercer derechos de veto es uno de los principales mecanismos de protección de accionistas minoritarios' (cfr. también a FH O'Neal y RB Thompson, *Oppression of Minority Shareholders and LLC Members* (2004, 2ª ed., Thomson West) Sección 9.8 y a L Enriques, H Hansmann y R Kraakman, 'The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies' en R Kraakman y otros (eds), *The Anatomy of Corporate Law* (2009, OUP, Oxford) 92-94).

de sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia.¹⁶ Ciertamente, según lo previsto en los artículos 407 del Código de Comercio y 68 de la Ley 222 de 1995, la entrada en bolsa tendría por efecto automático la suspensión del régimen de mayorías calificadas en que se funda el derecho de veto de Invercolsa S.A., así como de la cláusula del derecho de preferencia en la negociación de acciones incluida en los estatutos de Gases del Caribe S.A.¹⁷ En otras palabras, la decisión controvertida podría modificar las circunstancias de asociación en Gases del Caribe S.A. a tal grado que Invercolsa S.A. perdería las prerrogativas que actualmente le corresponden como la titular del principal bloque de acciones de la compañía. Es claro, pues, que la inscripción en bolsa de las acciones de Gases del Caribe S.A. sí tiene la virtualidad de perjudicar los intereses económicos de Invercolsa S.A.

En segundo lugar, las pruebas disponibles apuntan a la posible existencia de un conflicto entre Invercolsa S.A. y AA S.A.S., atado precisamente al derecho de preferencia consagrado en el artículo 21 de los estatutos de Gases del Caribe S.A. Las apoderadas de la demandante consideran que los accionistas controlantes de AA S.A.S. han intentado transferir acciones de Gases del Caribe S.A. sin atender al trámite de negociación preferente antes mencionado. En sus palabras, 'la sociedad AA S.A.S. [...] ha desplegado a lo largo de una década un conjunto de acciones irregulares (que contravienen los estatutos sociales de Gases del Caribe S.A.) para desconocer el derecho de preferencia que garantiza la mayoría accionaria de Invercolsa en la sociedad referida' (vid. Folio 9). Para zanjar estas diferencias, Invercolsa S.A. y AA S.A.S. suscribieron un acuerdo de accionistas por cuya virtud ambas compañías se comprometieron a respetar, en todos los casos, el derecho de preferencia antes estudiado. A pesar de lo anterior, la sociedad demandante ha dicho que la referida demandada '[encontró] en la decisión de inscripción en Bolsa adoptada en la Asamblea Ordinaria del año 2016, el instrumento para dejar sin efectos en forma indirecta, no sólo el derecho de preferencia sino también los acuerdos privados de accionistas [...]' (vid. Folio 7).

En tercer lugar, los demandados parecen haber aprobado la decisión estudiada de manera intempestiva. De conformidad con el texto del acta n.º 68, en la que se da cuenta de lo acontecido durante la reunión del 31 de marzo de 2016, la decisión se aprobó sin mayores deliberaciones, casi inmediatamente después de que el apoderado de Promigas S.A. la planteara en el punto de proposiciones y varios. Aunque nada de lo anterior viola las reglas formales sobre el funcionamiento de la asamblea general de accionistas, llama la atención que una decisión de la magnitud indicada se proponga en forma repentina, sin haberse siquiera mencionado en el orden del día, para luego ser aprobada sin que Invercolsa S.A. contara con una verdadera oportunidad de estudiar la necesidad de acudir a la Bolsa de Valores de Colombia.¹⁸

A lo anterior debe sumársele, en cuarto lugar, el hecho de que los demandados no ofrecieron mayores explicaciones para sustentar la necesidad de que Gases del Caribe S.A. ingresara al mercado público de valores. Mientras que el apoderado de Promigas S.A. manifestó que su propuesta buscaba 'obtener los beneficios como emisor, agregando mayor valor para los accionistas', la representante de AA S.A.S. dijo apenas que la inscripción en bolsa 'le permitirá a la empresa tener acceso a nuevas oportunidades y beneficios' (vid. Folios 223 y

¹⁶ El procedimiento de inscripción mencionado en el texto principal está regulado en el título tercero del reglamento general de la Bolsa de Valores de Colombia.

¹⁷ Bajo el mencionado artículo 407, la vigencia del derecho de preferencia en la negociación de acciones tan sólo cesa 'mientras la sociedad tenga inscritas sus acciones en bolsas de valores'. Además, la restricción del inciso segundo del artículo 68 de la Ley 222 tiene vigencia en aquellas sociedades que 'negocien sus acciones en el mercado público de valores'.

¹⁸ Las pruebas disponibles apuntan a que la propuesta en cuestión tomó completamente por sorpresa a Invercolsa S.A. (vid. Folio 15).

224). De estas escuetas explicaciones no puede inferirse con facilidad si lo que se pretendía era conseguir nuevos recursos para Gases del Caribe S.A. o habilitar la negociación secundaria de sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia. De ahí que el Despacho considere necesario estudiar ambas hipótesis.

Por una parte, una emisión primaria de acciones en el mercado bursátil podría ser bastante útil para recaudar recursos líquidos cuando fuere más costoso procurarlos de otras fuentes, tales como el sistema financiero o inversionistas privados.¹⁹ Estos dineros captados del público podrían destinarse a financiar la expansión de la compañía, reducir su apalancamiento crediticio o cumplir diversos otros objetivos de índole financiera.²⁰ A pesar de estas ventajas, el Despacho no encontró, entre las pruebas disponibles, explicación alguna sobre las razones que motivarían una emisión pública. Por ejemplo, en el acta n.º 68 no se mencionan las necesidades de liquidez que podrían satisfacerse al emprender una colocación de acciones de Gases del Caribe S.A. en la Bolsa de Valores de Colombia. Tampoco parecen haberse comparado las diferencias en el costo de capital entre una oferta pública y una emisión a favor de los accionistas actuales de Gases del Caribe S.A. Tales circunstancias le restan fuerza a la idea de que la decisión cuestionada en este proceso buscó obtener, para Gases del Caribe S.A., 'los beneficios como emisor' mencionados por el apoderado de Promigas S.A. o permitirle a aquella compañía 'tener acceso a nuevas oportunidades y beneficios', según lo afirmó la representante de AA S.A.S.

Es posible, de otra parte, que la decisión cuestionada hubiera buscado simplemente obtener un mercado líquido para negociar las acciones de Gases del Caribe S.A.²¹ En este sentido, el ingreso a bolsa suele ser beneficioso para los accionistas de una compañía cerrada, quienes podrán disponer de un foro especializado para la venta de sus acciones y con ello mitigar su exposición al riesgo derivado de las fluctuaciones en la actividad de la sociedad.²² Podría entonces pensarse que Promigas S.A. o AA S.A.S. están interesadas en enajenar su participación en Gases del Caribe S.A., para lo cual sería necesario que esta última compañía inscribiera sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia. Sin embargo, esta interpretación difícilmente podría articularse con las intenciones manifiestas de Invercolsa S.A., quien se ha mostrado tan dispuesta a comprar acciones de Gases del Caribe S.A. que inició el presente proceso para defender su derecho a adquirirlas en forma preferente.²³

Ahora bien, a pesar de que el Despacho no ha encontrado aún razones discernibles para justificar la inscripción de las acciones de Gases del Caribe S.A. en la Bolsa de Valores de Colombia, es evidente que esa decisión puede comportar importantes costos para la compañía. Además de las tarifas de ingreso y los gastos legales asociados a la inscripción en bolsa, una sociedad abierta debe asumir el costo de acatar los múltiples requisitos establecidos por la Ley 964 de 2005 para las compañías inscritas y cumplir, en forma periódica, con exigentes

¹⁹ W Kim y M Weisbach, Do Firms Go Public to Raise Capital? (2005) NBER Working Paper n.º 11197.

²⁰ M Pagano y otros, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis (1998) 53 J FINANCE 27.

²¹ En este sentido, el apoderado de Promigas S.A. manifestó que con tal decisión se busca que '[las acciones de Gases del Caribe S.A.] puedan ser negociadas en el mercado público de valores'.

²² Cfr. a JC Coffee, Dispersed Ownership: The Theories, The Evidence and the Enduring Tension Between "Lumpers" and "Splitters" (2010) Columbia Law and Economics Working Paper No. 363 y a A Gomes, Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects (2000) 55 J FINANCE 634.

²³ Debe recordarse, en este sentido, que 'en Colombia es posible ofrecer acciones bajo la modalidad "todo o nada" [...] bajo el legítimo interés de los accionistas de una sociedad de respetar el derecho de preferencia a favor de sus consocios, pero al mismo tiempo asegurarse su desvinculación absoluta del contrato de sociedad' (NH Martínez Neira, Cátedra de derecho contractual societario (2014, 2ª ed., Bogotá Editorial Legis) 669 a 700).

reglas en materia de revelación de información eventual y reporte de estados financieros. Más importante aún, en la práctica internacional se ha reconocido que el ingreso en bolsa genera altísimos costos indirectos, atados a la difusión de información sobre los negocios sociales y el intenso escrutinio que el Estado y los analistas de mercado ejercen sobre la actividad de los administradores de una compañía abierta.²⁴ No es claro entonces por qué los demandados decidieron asumir estos costos sin al menos ofrecer una justificación diáfana para ello.

En quinto lugar, los órganos de administración de Gases del Caribe S.A. no parecen haber estudiado la inscripción de las acciones de la compañía en la Bolsa de Valores de Colombia. Así lo ha puesto de presente la demandante, para quien 'una decisión de la trascendencia que hemos explicado tampoco contó previamente con la elaboración de los estudios financieros de factibilidad o viabilidad, ni mucho menos de su necesidad, ni estuvo sujeta al escrutinio previo de la junta directiva, en la cual nuestra representada tiene asiento' (vid. Folio 15). Aunque los demandados no estaban obligados a nada de lo anterior, es por lo menos insólito que a la junta directiva de Gases del Caribe S.A. se le hubiere privado de la posibilidad de analizar una decisión tan significativa, a partir de la cual la compañía deberá asumir los altos costos de incursionar en el mercado público de valores.²⁵

Así las cosas, el estudio de las pruebas allegadas con la demanda es suficiente para estimar, en forma preliminar, que la conducta de los demandados podría revestir las características del abuso del derecho de voto. En efecto, una decisión de innegable trascendencia para el funcionamiento de Gases del Caribe S.A. parece haber sido aprobada en forma intempestiva y con razones inescrutables, sin haber consultado siquiera a los órganos de administración. Tales circunstancias arrojan un manto de duda sobre la rectitud de ánimo de los demandados, particularmente en vista de que la decisión controvertida podría frustrar las expectativas económicas de Invercolsa S.A. en Gases del Caribe S.A. En consecuencia, el Despacho debe concluir que los argumentos de la sociedad demandante son lo suficientemente verosímiles como para que se decreten las medidas cautelares solicitadas.

2. La necesidad de la medida cautelar

La medida cautelar solicitada por Invercolsa S.A. también parece ser necesaria para evitar que esa compañía sufra un perjuicio de difícil reparación. En efecto, de completarse el proceso de inscripción en bolsa de Gases del Caribe S.A., un bloque de acciones de la compañía podría quedar en manos de centenares de inversionistas. Una vez ello ocurra, difícilmente podrían retrotraerse los efectos de la decisión cuestionada en este proceso, sin provocar impredecibles traumatismos en el mercado público de valores. Así, pues, ante las dificultades prácticas de anular el ingreso de Gases del Caribe S.A. a la Bolsa de Valores de Colombia, el único remedio judicial disponible para Invercolsa S.A. sería una indemnización de perjuicios. Para tal efecto, sin embargo, Invercolsa S.A. se vería forzada a enfrentar las inmensas dificultades de tasar el valor de los perjuicios derivados de la pérdida de derechos de veto y de preferencia en el tránsito de una sociedad cerrada hacia el mercado público de valores. En este orden de ideas, debe traerse a colación lo expresado por la Corte Constitucional en el sentido de que las medidas cautelares decretadas en el curso de un proceso judicial pueden

²⁴ Cfr. a C Kaserer y D Schiereck, *The Cost of Capital: Going Public and Being Public, An International Comparative Study* (2006) Deutsche Börse AG y a AN Licht, *Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets* (2001) 38 VA J INT L 563.

²⁵ Debe advertirse que en la asamblea del 31 de marzo de 2016 tan sólo se le ordenó a la junta directiva '[adoptar] todas las acciones conducentes al logro del objetivo señalado' (vid. Folio 223).

buscar evitar que se configuren ‘daños irreversibles, o difícilmente reparables en el derecho pretendido por un demandante’.²⁶

Así las cosas, la medida cautelar solicitada podría justificarse también por cuanto la exitosa inscripción en bolsa de Gases del Caribe S.A. podría causarle a Invercolsa S.A. perjuicios difícilmente resarcibles.

3. El interés del demandante

Tras una revisión del expediente, este Despacho pudo constatar que la demandante cuenta con un interés legítimo en el presente proceso. En verdad, Invercolsa S.A., quien reviste la calidad de accionista en Gases del Caribe S.A., votó en contra de la determinación aquí controvertida y podría verse perjudicada por la ejecución de esa decisión social.

4. Conclusión

A la luz de las pruebas allegadas con la demanda y las consideraciones antes expuestas, el Despacho pudo establecer la apariencia de buen derecho de las pretensiones, la necesidad de la medida en cuestión y el interés que le asiste a Invercolsa S.A. en controvertir la inscripción en bolsa de las acciones de Gases del Caribe S.A. Las anteriores circunstancias son suficientes para que se acceda a la solicitud de medidas cautelares que acompañó la demanda. Por supuesto que la determinación final sobre los asuntos debatidos en el presente litigio sólo se producirá al momento de dictar sentencia, una vez el Despacho cuente con la totalidad de los elementos probatorios pertinentes. En todo caso, para los efectos de este auto, se han cumplido suficientemente las exigencias del Código General del Proceso para decretar la medida cautelar solicitada.

5. La caución

Si bien en el artículo 590 del Código General del Proceso se establece que la caución debe ser ‘equivalente al 20% de las pretensiones estimadas en la demanda’, el demandante no le ha asignado un valor económico a sus pretensiones. Por este motivo, el Despacho considera necesario estimar el valor de la caución con base en un análisis de la información disponible en el expediente. Para tal efecto, parece apropiado calcular el monto inicial de la caución a partir de la cláusula penal pactada en el denominado ‘acuerdo sobre derecho de preferencia y negociación de acciones en Gases del Caribe S.A.’ (vid. Folios 87 a 94).²⁷ De ahí que, al convertir a pesos la suma mencionada en esa cláusula, se obtenga un valor de \$6.123.780.000.²⁸

Claro que esta suma deberá reducirse con base en la estimación de los perjuicios que podrían eventualmente derivarse de la medida cautelar que será decretada.²⁹ En este sentido, una vez queden en suspenso los efectos de la decisión cuestionada, Gases del Caribe S.A. perdería la posibilidad de efectuar una emisión primaria en el mercado público de valores, a lo menos durante la duración del presente proceso. Aunque esta circunstancia podría ser nociva para los intereses de Gases del Caribe S.A., debe recordarse que, según las pruebas disponibles, la decisión aludida no estuvo acompañada de explicaciones acerca de

²⁶ Sentencia n.º C-490 de 2000. En la jurisprudencia societaria comparada se ha analizado la posibilidad de que un accionista sufra perjuicios que no puedan ser resarcidos adecuadamente mediante una indemnización dineraria. Cfr. *In Re Delphi Financial Group Shareholder Litigation* (Del. Ch., 2012).

²⁷ Según la cláusula segunda del acuerdo citado, ‘en caso de presentarse incumplimiento del objeto sustancial estipulado en este acuerdo, la Parte incumplida se sujeta a la pena de pagar a la otra Parte una suma equivalente a [US\$2.000.000]’ (vid. Folio 92).

²⁸ El cálculo de esta suma se hizo con base en la tasa representativa del mercado vigente para el 25 de mayo de 2016, es decir, \$3.061,89 por cada dólar.

²⁹ Para una explicación de las razones que justifican este análisis, cfr. el auto n.º 801-15217 del 31 octubre 2012, emitido por esta Delegatura.

las necesidades de liquidez de la compañía, ni de estudios sobre el costo de capital de financiar a la sociedad por diferentes vías. En esa medida, no es para nada claro que la medida cautelar mencionada en este auto tenga la virtualidad de causarle algún perjuicio a Gases del Caribe S.A.

Otro posible efecto de la medida cautelar aquí descrita sería privar a los accionistas demandados de un mercado líquido para vender sus acciones en Gases del Caribe S.A. Sin embargo, los perjuicios derivados de tal circunstancia podrían verse mitigados si Invercolsa S.A. está dispuesta a ejercer su derecho de preferencia para adquirir al menos una porción de las acciones de los demandados, lo que podría inferirse por la simple presentación de esta demanda. Por este motivo, la suspensión que será ordenada tampoco parecería tener la vocación de generarles mayores perjuicios a Promigas S.A. y AA S.A.S.

A la luz de las anteriores precisiones, el Despacho considera necesario reducir a \$3.061.890.000 la suma inicialmente prevista para la caución.

Ahora bien, en varias oportunidades este Despacho se ha valido de la apariencia de buen derecho como un factor para graduar el monto de la caución. Se trata de una simple relación inversamente proporcional, por cuyo efecto, entre mayores sean las probabilidades de éxito, menor será el valor de la caución. Esta fórmula encuentra justificación en el hecho de que la caución sólo se hace efectiva cuando no prosperan las pretensiones del demandante. Así, pues, debe recordarse que el demandante ha acreditado, con suficiencia, que sus pretensiones podrían ser meritorias. Esta circunstancia, le permite al Despacho concluir que una caución de \$612.378.000 sería suficiente para cumplir con la exigencia del artículo 590 del Código General del Proceso.

En mérito de lo expuesto, el Superintendente Delegado para Procedimientos Mercantiles,

RESUELVE

Primero. Fijar una caución por la suma de \$612.378.000, la cual deberá ser prestada por el demandante bajo cualquiera de las modalidades previstas en la ley para el efecto, dentro de los 5 días siguientes a la notificación del presente auto. El decreto de la medida cautelar aquí descrita estará sujeto a la condición de que el demandante preste la caución a que se ha hecho referencia.

Segundo. Una vez prestada la caución en forma debida, suspender la decisión de inscribir las acciones de Gases del Caribe S.A. en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la Bolsa de Valores de Colombia, adoptada durante la reunión ordinaria de la asamblea general de accionistas de la compañía celebrada el 31 de marzo de 2016.

Tercero. Una vez prestada la caución en forma debida, informarle al representante legal de Gases del Caribe S.A., por el medio más expedito, acerca de la medida cautelar ordenada por este Despacho.

Notifíquese y cúmplase.

El Superintendente Delegado para Procedimientos Mercantiles,

José Miguel Mendoza

Nit: 890101691 Código Dep: 800
Trámite: 170001 Rad: 2016-02-009212
Cod F: M6866