

# **Oferta Pública de Adquisición de Acciones en Colombia: Una Mirada Desde el Derecho Comparado**

ALEJANDRA GÓMEZ RESTREPO

MANUELA GÓMEZ MEJÍA

MONOGRAFÍA PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE ABOGADAS

ASESOR: JUAN MANUEL URIBE RESTREPO

UNIVERSIDAD EAFIT  
FACULTAD DE DERECHO  
MEDELLÍN  
2022

## **RESUMEN**

Las Ofertas Públicas de Adquisiciones si bien se encuentran reglamentadas en la legislación colombiana, se presentan diferentes vacíos normativos que impiden un desarrollo transparente de estas. Por esto, encontramos por medio del derecho comparado una herramienta que nos permitió identificar posibles soluciones a estos vacíos y formas de aplicarlos al derecho colombiano. Con este fin, se analizaron la legislación colombiana, norte americana, chilena, peruana, mexicana y la inglesa.

## **ABSTRACT**

Although the Tender Offers are regulated in Colombian legislation, there are some regulatory gaps that don't allow a transparent development of the offers. For this reason, we found through comparative law a tool that allowed us to identify possible solutions to these gaps and ways to apply these solutions to Colombian law. To this end, Colombian, North American, Chilean, Peruvian, Mexican and English legislation were analyzed.

## **PALABRAS CLAVE**

Oferta Pública de Adquisiciones de Acciones, OPA, Decreto 2555 de 2010, Mercado de Valores, Superintendencia Financiera de Colombia, Garantías, Emisión, Oferente, Inversionista, Accionistas, Derecho comparado

## ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO PRIMERO: INTRODUCCIÓN A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA.....	9
I. ¿QUÉ ES UNA OPA? .....	9
II. REQUISITOS DE LAS OPAS.....	10
III. EL PROCESO DE LAS OPAS.....	11
A. ANTES DE LANZAR LA OPA.....	11
B. DURANTE LA OPA .....	12
C. EL FINAL DE LA OPA Y PAGO DE LA CONTRAPRESTACIÓN.....	13
IV. CLASES DE OPA.....	15
A. OPA OBLIGATORIA.....	15
a) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LAS PERSONAS QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO.....	16
b) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LA CAUSA QUE DA LUGAR A LA ADQUISICIÓN O ENAJENACIÓN DE LOS VALORES.....	16
c) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LA EXISTENCIA DE ACUERDO TOTAL DE ACCIONISTAS.....	17
d) OPA OBLIGATORIA EN CASO DE FUSIÓN U OPAS SOBREVINIENTES ...	17
e) OPA OBLIGATORIA EN CASO DE ADQUISICIONES SUPERIORES AL 90% DEL CAPITAL CON DERECHO A VOTO DEL EMISOR.....	19
f) OPA OBLIGATORIA DE DESLISTE .....	19
B. OPA VOLUNTARIA .....	20
C. OPAS COMPETIDORAS.....	21
D. OPAS CONCURRENTES .....	22
E. OPA AMISTOSA .....	22
F. OPAS HOSTILES.....	22
G. OPAS ESCALONADAS.....	24
V. REGULACIÓN.....	25
VI. OPAS DE COLOMBIA.....	26
CAPÍTULO SEGUNDO: ANÁLISIS DEL DERECHO COMPARADO SOBRE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS, CHILE, PERÚ, MÉXICO Y REINO UNIDO .....	29
I. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA Y EUROPA .....	29
II. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA .....	31

A.	OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN:.....	31
B.	PROCEDIMIENTO PARA LA PRESENTACIÓN DE LA OPA .....	32
C.	DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA .....	32
D.	MANEJO DE LA COMPAÑÍA ANTE LA OPA .....	33
E.	MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA.....	33
III.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN CHILE .....	34
A.	OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN.....	34
B.	PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA.....	36
C.	DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA .....	37
D.	MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA.....	39
E.	MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA.....	39
IV.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN PERÚ.....	39
A.	OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN.....	39
B.	PROCEDIMIENTO PARA LA PRESENTACIÓN DE LA OPA .....	41
C.	DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA .....	43
D.	MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA.....	43
E.	MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA.....	43
V.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN MÉXICO .....	43
A.	OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN.....	43
B.	PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA.....	45
C.	DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA .....	45
D.	MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA.....	46
E.	MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA.....	46
VI.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN REINO UNIDO .....	46
A.	OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN.....	46
B.	PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA.....	49
C.	DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA .....	51
D.	MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA.....	51
E.	MÉTODOS DE DEFENSA ANTE LA OFERTA.....	52
CAPÍTULO 3: DERECHO COMPARADO, PROBLEMAS Y POSIBLES SOLUCIONES EN EL DERECHO COLOMBIANO .....		53
I.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES: DERECHO COMPARADO ENTRE LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA, LA LEGISLACIÓN AMERICANA Y LA LEGISLACIÓN INGLESA.....	53
A.	SIMILITUDES Y DIFERENCIAS ENTRE LAS LEGISLACIONES .....	53

II. PROBLEMÁTICAS EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA SOBRE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES .....	56
A. VERIFICACIÓN DE LA VERACIDAD DE LA INFORMACIÓN EN LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES.....	56
B. REGLA DE LA PASIVIDAD .....	57
C. MEDIDAS PREVENTIVAS Y DEFENSIVAS ANTE UNA OPA HOSTIL.....	60
a) MEDIDAS PREVENTIVAS:.....	61
1. PÍLDORA VENENOSA O “POISON PILLS .....	61
2. MODIFICACIONES EN LOS ESTATUTOS .....	61
3. ACCIONES PRIVILEGIADAS .....	62
4. INDEMNIZACIONES DE ADMINISTRADORES .....	62
b) MEDIDAS DEFENSIVAS: .....	63
1. BÚSQUEDA DE OPA COMPETIDORA.....	63
2. LA JOYA DE LA CORONA .....	63
3. ADQUISICION DE ACTIVOS Y ENDEUDAMIENTO .....	64
4. OPA SOBRE EL OFERENTE .....	64
5. PERSUASIÓN .....	64
6. LITIGIO.....	64
D. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES ESCALONADAS ....	66
E. CRITERIOS AMBIENTALES; SOCIALES Y DE BUEN GOBIERNO.....	67
F. ACTUACIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OPA	67
G. CREACIÓN DE UNA COMISIÓN DE “EXECUTIVES” .....	68
CONCLUSIONES .....	69
BIBLIOGRAFÍA.....	72

## INTRODUCCIÓN.

La Oferta Pública de Adquisición de acciones (en adelante “OPA”), es una operación donde una o varias personas naturales y/o jurídicas ofrecen a todos los accionistas de la sociedad que cotiza en bolsa, la compra de cierta cantidad de acciones a cambio de un precio o de alguna contraprestación que no necesariamente debe ser en dinero<sup>1</sup>. Esta es una figura que, aunque si ha sido utilizada y lo sigue siendo en el derecho colombiano como lo veremos luego, no ha habido un desarrollo jurisprudencial, legal ni doctrinal, lo suficientemente amplio, actualizado y competitivo para discutir las problemáticas a las que hoy se enfrentan las sociedades y accionistas, en especial los minoritarios, por este tema. Sin embargo, a pesar de su poca regulación, existe el Decreto 2555 de 2010 donde, en su libro quince, título segundo, se regula la OPA de manera muy general, lo que da pie para que se generen vacíos legales.

A pesar de la actualidad colombiana en cuanto a su desarrollo en este tema, es necesario aclarar que, en este momento, nos encontramos frente a una tendencia global y es el constante desarrollo legislativo en materia societaria y el atractivo que las sociedades quieren otorgar a sus inversionistas para incentivar el uso de las ofertas públicas de adquisición de acciones. Es así como en este momento en Colombia, no solo importa generar incentivos legales y económicos para los accionistas, e, inversores; sino que también se ha venido implementando y cobrando mayor relevancia en aquellas inversiones los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG o ESG por sus siglas en inglés). Estos criterios resultan determinantes a la hora de decidir invertir en una compañía y de valorar la misma. Es decir, que el valor de la acción puede variar teniendo en cuenta si tiene implementado o no estos criterios.

Estos avances e innovaciones en materia legislativa alrededor del mundo han generado que la normativa vigente colombiana no permita entender a fondo la aplicación, procedibilidad e implicaciones de la figura de las OPAS de manera adecuada. Como tampoco ha permitido un avance significativo en materia legislativa que permita llevar a las sociedades colombianas a un marco internacional y volverlas atractivas frente a los inversionistas

---

<sup>1</sup> Esta es una definición que adoptamos según la normatividad colombiana para el presente documento, ya que cada país tiene su propia legislación y definición de las ofertas públicas de adquisición de acciones.

Así las cosas, se hace necesario entender que, a la hora de estudiar la regulación que existe en Colombia sobre las OPAS, no podemos dejar de lado el estudio del derecho comparado sobre este tema. De hecho, entre 1985 y 2018, en Europa hubo un total de 618 adquisiciones por medio de OPAS y el país que más se destacó en este escenario fue Reino Unido. (BECERRA, 2021) Si comparamos estas cifras con las colombianas el resultado es significativamente diferente, puesto que, en nuestro país, en la última década se han emitido alrededor de 202 ofertas públicas de adquisición de acciones (CAJAMARCA, 2022).

Es por esto por lo que, en esta ocasión estudiaremos en el capítulo primero, la regulación de las OPAS en Colombia; qué es una oferta pública de adquisición de acciones en nuestro país, sus requisitos; el proceso que se debe agotar antes, durante y después de lanzada la OPA; las clases de OPA que existen actualmente en Colombia y finalmente veremos algunos ejemplos.

Adicionalmente, a la luz del estudio de las OPAS, también resulta de vital importancia abordar la comparación normativa entre el derecho comparado y el derecho colombiano, pues sin duda alguna, en aquellos países donde hay un dinamismo mayor en relación con la oferta pública de adquisición de acciones, habrá mayores desarrollos legales y jurisprudenciales. Así entonces, en el segundo capítulo abordaremos el estudio de las OPAS en las legislaciones de Inglaterra, Estados Unidos, México, Chile y Perú.

En efecto, países como Inglaterra y Estados Unidos tienen una legislación bastante avanzada en este tema lo cual la hace competitiva en el mercado. De hecho, el estado de Delaware, en Estados Unidos es el más atractivo, por lo que tiene mayor innovación en este tema debido a la experiencia de sus jueces, la búsqueda permanente de satisfacer las necesidades del comercio y las sociedades a nivel global (Robert L. Symonds Jr & Matthew J. O'Toole, 2011). Y, estudiar las legislaciones de países como México, Chile y Perú se vuelve interesante ya que hemos visto en los últimos años varios movimientos mercantiles de ofertas públicas de adquisiciones que, por el contexto legislativo de estos estados, se logran identificar símiles importantes con la legislación colombiana. De igual manera, cobra relevancia estudiar las normas de Chile, México y Perú, ya que estos tres países junto con Colombia conforman el Mercado Integrado Latinoamericano, el cual busca la integración de los mercados de estos tres países para así generar una mayor inversión y crecimiento

económico por lo que, al compartir fines similares y unas condiciones jurídicas y societarias equiparables, puede ser de gran ayuda remitirse al derecho de estos países

Así entonces, una vez vista la legislación colombiana y otras legislaciones de otros países donde tienen un régimen legal desarrollado en cuanto a las OPAS, , en el tercer capítulo abordaremos los símiles entre las legislaciones de Colombia, Inglaterra, Estados Unidos, México, Chile y Perú para encontrar posibles vacíos normativos sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones y posibles soluciones que se puedan incorporar en nuestra legislación, para hacerla más atractiva a los inversores y así lograr el desarrollo legislativo.

Finalmente, haremos un breve recuento sobre los puntos más importantes en el presente trabajo para así llegar a una conclusión integral sobre el régimen legal de las ofertas públicas de adquisición de acciones, no solo en Colombia, sino también en los demás países abordados.

## **CAPÍTULO PRIMERO: INTRODUCCIÓN A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA**

### **I. ¿QUÉ ES UNA OPA?**

Para abordar las problemáticas actuales y los retos a los que las sociedades actuales se enfrentan, no solo en Colombia, sino mundialmente, debemos entender qué son las OPAS, cuáles son sus requisitos, y, los tipos de OPAS que existen actualmente entre otros aspectos importantes.

Una oferta pública de adquisición de acciones es un mecanismo diseñado, en principio, para proteger los derechos de los accionistas de una sociedad que cotiza en bolsa pues la OPA tiene elementos de negociación e información pública, los cuales le brindan la posibilidad a los accionistas de saber de manera adecuada, completa y oportuna, las condiciones de la oferta, el plazo de esta y el precio ofrecido por el inversionista, de tal manera que todos puedan acceder a esta y tomar una decisión frente a la misma.

Así las cosas, una OPA, no es nada más que una operación en donde una o varias personas jurídicas y/o naturales les ofrecen a los accionistas de una compañía que cotiza en bolsa, la compra de estas acciones bajo unas condiciones específicas que veremos más adelante. Es necesario aclarar que este tipo de operaciones, que en su naturaleza son una compraventa de valores, tiene lugar en el mercado secundario<sup>2</sup>. Lo que se obtiene mediante una OPA es que a través de un capital lo suficientemente grande y robusto, el inversionista logre tener una mayor participación en la compañía. Sin embargo, si lo que se busca es incrementar el capital de una sociedad, los socios pueden realizar una capitalización que provenga de ellos mismos, o bien pueden realizar un préstamo a los bancos, o incluso, pueden emitir las acciones a la bolsa de valores. Esto es importante mencionarlo puesto que, con las OPAS, el capital social no se altera, debido a que este es un mecanismo entre accionistas y por lo tanto no se altera el patrimonio.

---

<sup>2</sup> El mercado de valores se divide en dos partes: el mercado primario y el mercado secundario. Por un lado, el mercado primario es donde se negocian valores que no han salido al mercado y están a punto de hacerlo. Así las cosas, los valores son vendidos directamente por la empresa y corresponden al momento de emisión del valor. Por el contrario, estamos frente al mercado secundario cuando se negocian valores ya emitidos y que se encuentran en manos de los accionistas. Como consecuencia de lo anterior, cuando se trata de las ofertas públicas de adquisición de acciones, nos enfrentamos ante un mercado secundario pues son los mismos accionistas de la sociedad cotizada en bolsa, quienes venden sus acciones.

Es necesario mencionar que la OPA no solo es una oportunidad para obtener liquidez para los socios que se acogen a este mecanismo, sino que también, lo que se busca con este método es que el inversionista logre obtener mayor participación accionaria y que en muchas ocasiones busque el control de la organización como ha ocurrido en casos pasados, como por ejemplo con el caso de Bavaria donde la multinacional sudafricana SabMiller llevó a cabo la adquisición de casi la mayoría de las acciones con derecho a voto en circulación de Bavaria S.A. Ahora bien, cuando el accionista busca el control de la organización, solo tiene sentido lanzar la OPA frente a una sociedad donde su capital es disperso y no concentrado. Es decir, que obteniendo por ejemplo un 30% de las acciones de la sociedad, logra ser un accionista mayoritario y no minoritario. Frente a este supuesto, para lograr obtener el porcentaje deseado, el accionista entonces lanza la oferta pública de adquisición de acciones con una prima de control sobre el precio que tienen las acciones en la bolsa, donde dicha prima de control es un valor adicional, como un incentivo que ofrece el inversionista a los accionistas para que estos decidan vender.

## II. REQUISITOS DE LAS OPAS

Antes de adentrarnos y profundizar en el tema, es necesario entender los requisitos de este instrumento y las diferentes clases de OPAS que existen actualmente. Es preciso advertir que de conformidad con el artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010, la Oferta Pública de Adquisiciones tiene lugar en dos ocasiones. La primera de ellas es cuando un inversionista de manera directa o indirecta se convierte en un beneficiario real<sup>3</sup> de una participación igual o mayor al 25% del capital con derecho a voto de un emisor cuyas

---

<sup>3</sup> De conformidad con el Decreto 2555 de 2010 en su artículo 2.6.12.1.15 , párrafo primero, se entiende por beneficiario “Cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción o de cualquier participación en una sociedad, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o, de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción o de la participación.

*Para los efectos de la presente definición, conforman un mismo beneficiario real los cónyuges o compañeros permanentes y los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil, salvo que se demuestre que actúan con intereses económicos independientes, circunstancia que podrá ser declarada mediante la gravedad de juramento ante la Superintendencia Financiera de Colombia con fines exclusivamente probatorios.*

*Una persona o grupo de personas se considera beneficiario real de una acción o participación si tiene derecho para hacerse a su propiedad con ocasión del ejercicio de un derecho proveniente de una garantía o de un pacto de recompra o de un negocio fiduciario o cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos.”*

acciones estén inscritas en la bolsa de valores. O, por otra parte, cuando se trata de un beneficiario real que teniendo una participación accionaria del 25% o más, desee adquirir un porcentaje igual o superior al 5%, entonces deberá hacer uso de este instrumento.

Al momento de realizar una oferta pública de adquisición de acciones es necesario tener en cuenta que este es un mecanismo donde la información y la participación en igualdad de condiciones es primordial. Así, los inversionistas y/o accionistas tendrán la oportunidad de participar en igualdad de condiciones, para poder enterarse, entre otros datos, de las condiciones de la oferta, el precio por el cual se quieren adquirir las acciones, el plazo para pagar y las posibles expectativas que dicho comprador tiene sobre la adquisición.

### **III. EL PROCESO DE LAS OPAS**

#### **A. ANTES DE LANZAR LA OPA**

El proceso comienza con la radicación de solicitud ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) por parte del comprador o el oferente (que sería un accionista actual o un inversionista). La SFC tendrá un plazo de 5 días hábiles, los cuales se cuentan a partir de la fecha de radicación de la solicitud, para realizar las anotaciones que se consideren necesarias. Adicionalmente, ese mismo día de la entrega de la solicitud a la SFC, quien es la entidad que verifica que todos los documentos exigidos si estén debidamente aportados; el oferente debe entregar a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) una copia de todos los documentos entregados, con el fin de que esta confirme que las garantías ofrecidas por el oferente cumplan con la totalidad de los requisitos para respaldar financieramente la operación que desea realizar. Ahora bien, es importante preguntarse en este punto si la Superintendencia Financiera de Colombia debería solo verificar el cumplimiento de los requisitos que exige la Ley, o si debería verificar la veracidad de la información en la solicitud, o si, por el contrario, debería ser un agente externo. Este asunto lo resolveremos en el capítulo tercero.

Una vez la Superintendencia Financiera de Colombia recibe la información y la aprueba, esta le comunica a la BVC la decisión de aprobación y solicita que los títulos que fueron objeto de la oferta sean suspendidos. Esto trae como efecto que las acciones con derecho a voto y en circulación no pueden ser negociadas. Esta medida de suspensión solo estaría

vigente hasta el día hábil siguiente a la publicación que realiza el oferente y lo hace con el primer aviso de la oferta pública de adquisición de acciones.

Ahora bien, respecto a la solicitud que le hace el oferente a la SFC y a la BVC, estas le devolverán dicha solicitud con comentarios o apreciaciones hasta que ambas instituciones estén de acuerdo con los términos descritos por el oferente en lo que se llama el cuadernillo de la oferta el aviso de la oferta y las garantías que mencionábamos anteriormente. Como consecuencia, esta solicitud puede ser aprobada o negada. Si es aprobada en un primer plano, el oferente, que recordemos puede ser un tercero o un accionista, debe publicar un primer aviso de la oferta que planea realizar dentro de los primeros 5 días después de haber realizado la constitución de garantías que aprueba la Bolsa de Valores Colombiana. El siguiente día hábil después de haber hecho la publicación, la cotización bursátil de las acciones que se encuentran suspendidas, se vuelven a activar. Respecto a la publicación del aviso de oferta pública de adquisición, esta se deberá hacer pública por lo menos tres veces con intervalos no mayores de cinco días de manera destacada en las páginas económicas de un diario de amplia circulación nacional. De igual manera, el aviso debe publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones.

#### B. DURANTE LA OPA

Una vez el oferente publique el primer aviso en el periódico de amplia circulación, entonces se procede a la recepción de aceptaciones por parte de los accionistas de la compañía en un plazo no inferior a cinco días hábiles. El tiempo de recepción que tienen los accionistas para aceptar o rechazar dicha oferta será entre 10 días y 30 días hábiles, siendo el oferente quien decide el plazo en los documentos de la oferta. Aunque es necesario aclarar que el oferente podrá prorrogar el plazo inicialmente pactado para la aceptación de la oferta por una sola vez y con una antelación no menor de tres días hábiles al vencimiento del plazo inicial. Esto deberá ser comunicado previamente a la SFC. Dicho plazo tendrá cabida siempre y cuando el plazo inicial y la prórroga no superen el plazo máximo de los 30 días hábiles. Si la prórroga tiene lugar, esta deberá ser comunicada al público en el mismo medio en el que se publicó la OPA inicialmente.

Ahora bien, estando dentro del tiempo que dura la oferta, la BVC le deberá reportar a la SFC y al público, ya que este es un sistema donde prima la transparencia y el acceso a la

información, las aceptaciones recibidas por parte de los accionistas. La BVC deberá indicar si estas aceptaciones se han presentado bajo la modalidad de todo o nada o si existe una aceptación parcial, lo cual se explicará más adelante. Estas condiciones, como la del todo o nada o la aceptación parcial pueden ser mencionadas por el destinatario de la oferta, es decir el accionista, al momento de registrar la aceptación de la oferta.

### C. EL FINAL DE LA OPA Y PAGO DE LA CONTRAPRESTACIÓN

Finalmente, cuando se cumple el plazo de recepción de aceptaciones, la BVC deberá realizar la adjudicación de la oferta informando al oferente, a la SFC y al público en general, los resultados que arrojó la oferta pública de adquisición de acciones a través de un boletín informativo. Para esto, dicha entidad cuenta con un plazo no superior a cinco días a partir del día hábil siguiente en el que se encuentra cerrada la recepción de aceptaciones.

Es menester resaltar que de conformidad con el artículo 6.15.2.1.18 del Decreto 2555 de 2010, durante el periodo de vigencia de la oferta el oferente no puede adquirir de manera directa, o de manera indirecta, acciones con derecho a voto de la sociedad afectada con la OPA, ya sea a través de transacciones privadas o en bolsas de valores nacionales o extranjeras.

Una vez terminado el proceso, el oferente es titular del derecho de dominio de acciones con derecho a voto de la sociedad listada en bolsa y los accionistas, que ya no ostentarían dicho título, recibirían como contraprestación dinero, el cual podrá ser pagado en moneda legal colombiana o en divisas, o bien la contraprestación podría ser en valores. En este último caso, los valores deberán inscribirse en la bolsa de valores de Colombia o bien, en una bolsa de valores que esté internacionalmente reconocida a juicio de la SFC, caso en el cual será el oferente quien determine la bolsa. Solo hay cuatro valores que pueden servir como contraprestación en una OPA de conformidad con el artículo 6.15.2.1.9 del Decreto 2555 de 2010:

1. Las acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones.
2. Títulos de deuda emitidos o que se encuentren garantizados por la Nación.
3. Títulos de deuda emitidos o garantizados por un gobierno extranjero.
4. Títulos de deuda emitidos por un organismo multilateral.

Ahora, siguiendo bajo la hipótesis de que la contraprestación sea emitida en valores, quien formula la oferta deberá pagar en dinero mínimo el 30% de las acciones que pretende comprar y este porcentaje se destinará para el pago de las adjudicaciones de menor monto hasta agotarlo. Por otra parte, de conformidad con el artículo 6.15.2.1.9 del Decreto 2555 de 2010, si la contraprestación consiste en acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en la bolsa de valores colombiana, los destinatarios solo podrán aceptarla respecto a un porcentaje menor al 25% del capital con derecho a voto de dicha sociedad, o si ya poseen una participación igual mayor al 25% entonces la contraprestación solo podrá ser hasta un porcentaje menor al 5%. Esto cobra sentido porque si quisiéramos que dichos porcentajes fueran mayores, entonces el accionista debería lanzar como mecanismo de apropiación de las acciones una OPA.

Respecto al precio de los valores objeto de la oferta pública de adquisición, por lo general y de conformidad con el artículo 6.15.2.1.10 del mismo decreto en cuestión, dicho monto será determinado por el oferente, teniendo en cuenta dos cuestiones:

1. Si el oferente ha realizado adquisiciones de valor en la sociedad en los tres últimos meses, los cuales se cuentan a partir de la presentación de la solicitud en la SFC, el precio establecido por el oferente no puede ser inferior al más alto que hubiera pagado. Esto tiene incidencia en las OPAS escalonadas como lo veremos más adelante.
2. Si ya existe un preacuerdo para la oferta, el precio no puede ser inferior al establecido en dicho preacuerdo.

Ahora bien, como lo mencionábamos anteriormente, al realizar la oferta pública de adquisición de valores, esta debe estar amparada por una garantía que respalde el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la misma OPA. Así, es el oferente que, de forma previa a la realización de la oferta, debe acreditar ante la BVC la constitución de dicha garantía y esta entidad debe hacer pública la acreditación e informar a la SFC. Cuando la contraprestación sea en dinero el oferente tendrá 5 opciones de constituir la garantía:

1. En depósito en moneda legal colombiana en un banco colombiano y cuyo titular sea la Bolsa de Valores.
2. Una garantía bancaria o carta de crédito *stand by* a favor de la BVC.

3. Póliza de seguro emitida por una aseguradora autorizada para funcionar en Colombia y a favor de la BVC.
4. Valores de deuda que se hayan emitido por la nación o que estén garantizados por esta.
5. Cesión a favor de la BVC de los derechos en fondos de inversión colectiva.

Mientras que, si la contraprestación son valores, debe acreditarse que los mismos se encuentren sin gravámenes, así como su disponibilidad y su posible afectación en el resultado de la oferta.

#### **IV. CLASES DE OPA**

Las ofertas públicas de adquisición de valores tienen varias modalidades como por ejemplo las OPAS competidoras y las OPAS obligatorias que se oponen a aquellas que son voluntarias. Todas estas se encuentran reguladas en el decreto 2555 de 2010. Sin embargo, existen otro tipo de OPAS, que hacen referencia a la manera en cómo se presenta este instrumento y que no se encuentran reguladas por el decreto en cuestión. Por ejemplo, las OPAS por tomas de control, también llamadas hostiles, las OPAS amistosas o incluso las OPAS escalonadas.

- A. OPA OBLIGATORIA: Como ya lo mencionamos anteriormente, las personas jurídicas y/o naturales que se encuentran en la obligación de realizar una OPA de esta clase son los accionistas de la sociedad que teniendo el 25% o más del capital con derecho a voto y cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa, quieran incrementar dicha participación en un 5% o más. O, también se ven obligadas aquellas personas jurídicas y/o naturales que quieran obtener el 25% o más del capital con derecho a voto.

Es importante recalcar que, para la determinación de estos porcentajes, solo se debe tener en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular o el oferente.

No obstante, lo mencionado anteriormente, no se requiere la realización de una OPA obligatoria en los siguientes casos, de conformidad con el artículo 6.15.2.1.2 del decreto 2555 de 2010:

a) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LAS PERSONAS QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO:

1. Si se trata de un traspaso de capital con derecho a voto entre un mismo beneficiario real.
2. Cuando el emisor readquiere sus propias acciones. Esto significa que la sociedad compraría las acciones que ella misma emitió al mercado.

b) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LA CAUSA QUE DA LUGAR A LA ADQUISICIÓN O ENAJENACIÓN DE LOS VALORES:

Lo anterior quiere decir que la razón de la OPA se da en los siguientes casos:<sup>4</sup>

1. Cuando el inversionista, es decir el que será titular de las acciones con derecho a voto de la sociedad inscrita en bolsa, reciba dichos valores como pago de una deuda (lo que se conoce como dación en pago). Para que se de este mecanismo es necesario que las obligaciones que se cancelen con dicho negocio hayan surgido, por lo menos, un año antes. Además, se requiere que las obligaciones estén vencidas y que se logre demostrar ante la Superintendencia Financiera la incapacidad económica que tiene el deudor de pagar su obligación con otro medio.
2. Cuando se estén capitalizando acreencias. Es decir, cuando la sociedad paga sus deudas u obligaciones vigentes emitiendo acciones a favor del acreedor. Esto tendría como consecuencia el aumento del capital suscrito y pagado del emisor y una cancelación de un pasivo externo.

---

<sup>4</sup> Es importante mencionar que hay otra excepción para la obligatoriedad de lanzar una OPA que no está en la ley, pero la plantea el abogado de Brigard Urrutia, Carlos Fradique Méndez en la guía del mercado de valores, elaborada junto con la Bolsa de Valores de Colombia. Esta tiene lugar cuando se está llevando a cabo un proceso de titularización. Este es un mecanismo que consiste en crear títulos de inversión con base en los activos de una empresa con el fin de que sean negociados en la bolsa de valores.

3. Cuando el inversionista y/o accionista de la sociedad reciba las acciones con derecho a voto mediante los siguientes mecanismos: donación, adjudicación por sucesión, adjudicación por orden judicial, adjudicación por liquidación de persona jurídica y adjudicación por liquidación de una sociedad conyugal.
4. Cuando la sociedad emite capital con derecho a voto.

c) POR EXCEPCIÓN EN VIRTUD DE LA EXISTENCIA DE ACUERDO TOTAL DE ACCIONISTAS.

1. Este es un caso muy particular en Colombia y es cuando todos los accionistas, es decir el 100%, están de acuerdo con que se realice la transacción sin necesidad de formular una OPA.

Sin embargo, y teniendo en cuenta las excepciones, en cualquier caso, es necesario informar a la SFC y enviar la información que se debe reportar.

Existen otros casos especiales donde se vuelve obligatorio lanzar una OPA de conformidad al negocio que se quiere realizar. En estos casos que mencionaremos, el precio de la OPA deberá ser fijado por un evaluador independiente y que se encuentre autorizado por la SFC:

- d) OPA OBLIGATORIA EN CASO DE FUSIÓN U OPAS SOBREVINIENTES: De conformidad con el artículo 6.15.2.1.22 del decreto 2555 de 2010, si, como consecuencia de una fusión, cualquier beneficiario real adquiere o incrementa su participación en el capital con derecho a voto de un emisor que se encuentre inscrito en la BVC en los porcentajes anteriormente mencionados, entonces deberá formularse una OPA. Esto cobra sentido cuando pensamos que, como consecuencia de procesos de fusión, la sociedad absorbente obtiene acciones que la sociedad absorbida tenía en una tercera sociedad listada en bolsa, y que la adquisición genere que obtenga el 25% de las acciones o que ya habiendo obtenido el 25%, aumente en un mínimo 5% o más en el capital con derecho a voto de la tercera sociedad. Así las cosas, la sociedad absorbente se ve en la obligación de realizar una OPA pues se les brinda la oportunidad a los demás accionistas de la

tercera sociedad que evalúen la permanencia o no en dicha sociedad. Esta OPA debe hacerse dentro de los 3 meses siguientes a la fecha en que se hubiere perfeccionado la fusión y será por una cantidad de valores, que al menos sea igual a la adquirida en la fusión. Sin embargo, el proceso de la OPA no será necesario cuando, dentro de los tres meses siguientes al perfeccionamiento de la fusión, la sociedad absorbente enajene el resto de participación en el capital con derecho a voto de la tercera sociedad mediante una oferta pública de venta<sup>5</sup>.

Ahora bien, de conformidad con lo dicho por la Superintendencia Financiera de Colombia en el concepto 2018022502 – 001 del 13 de marzo de 2018, que aclaró y amplió el concepto 2008086389-002 emitido el 31 de diciembre de 2008; es necesario mencionar que este tipo de OPA no solo aplica para los casos en los cuales nos encontramos frente a una fusión, sino que, además, en aquellas operaciones llevadas a cabo donde su efecto material es el cambio o aumento de la participación de un mismo beneficiario real, entonces será necesario lanzar una OPA para la protección de los derechos de los inversionistas minoritarios. Este es el claro ejemplo de las adquisiciones indirectas donde, un tercero o accionista lanza una OPA por una matriz, pero, como consecuencia de esa OPA, entonces obtiene el control por las demás filiales. Es así como la SFC aclara que:

*“Es clara la finalidad del ordenamiento correspondiente a las ofertas públicas de adquisición previsto en el Decreto 2555 de 2010 de proteger a los accionistas minoritarios en las sociedades que se encuentran inscritas en bolsa de valores frente a los cambios de control que ocurran, mediante la obligación de que dichos cambios solamente se puedan efectuar a través de una oferta pública de adquisición; no obstante, el mismo ordenamiento reconoce que existen casos en los cuales tales cambios operan en virtud de actos cuya intencionalidad no es la de que ellos ocurran, denominadas adquisiciones indirectas y sobrevinientes, frente a las cuales la norma requiere la realización de una oferta pública de adquisición pero con posterioridad a que*

---

<sup>5</sup> Una oferta pública de venta es lo que se entiende cuando el oferente dispone para la venta algún activo financiero de una sociedad (por ejemplo, las acciones). Comúnmente se le conoce como salir a bolsa. Sin embargo, por no ser el foco de nuestro estudio, no profundizaremos en este instrumento.

*haya cambiado la participación por encima de los topes legales*<sup>6</sup>

- e) OPA OBLIGATORIA EN CASO DE ADQUISICIONES SUPERIORES AL 90% DEL CAPITAL CON DERECHO A VOTO DEL EMISOR: Regulada en el artículo 6.15.2.1.23, esta OPA es obligatoria cuando por un lado, un inversionista adquiere más del 90% de las acciones con derecho a voto de un emisor inscrito en la bolsa de valores, y por otro lado, que uno o varios tenedores que posean por lo menos el 1% de las acciones con derecho a voto de la misma sociedad, exijan que el adquirente del 90% de las acciones, realice un OPA por el saldo restante del capital con derecho a voto que se encuentra en circulación. En este caso, el inversionista tendrá la obligación de realizar una OPA por las acciones con derecho a voto restantes.

La solicitud se puede realizar una sola vez dentro de los tres meses siguientes a la adquisición del 90% y el adquirente tiene tres meses para presentar la OPA luego de haberse realizado dicha solicitud por parte de los accionistas.

- f) OPA OBLIGATORIA DE DESLISTE:

Esta sucede cuando se cancela voluntariamente la inscripción de un emisor en la bolsa de valores. Los accionistas que aprobaron la decisión en reunión ordinaria o extraordinaria deben entonces realizar una OPA sobre las acciones que le pertenecen a los accionistas ausentes o disidentes de la reunión y sobre aquellos bonos que sean susceptibles de convertirse en acciones y que se encuentren en circulación del emisor. Esta OPA se sujeta a unas condiciones especiales, a las reglas generales de la OPA anteriormente vistas y a lo estipulado en el artículo 5.2.6.1.4 del Decreto 2555 de 2010, tales como:

1. La OPA debe formularse dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la reunión de la Asamblea General de Accionistas donde se tomó la decisión de

---

<sup>6</sup> Concepto 2018022502 – 001 del 13 de marzo de 2018, Superintendencia Financiera de Colombia (2018).

cancelar la inscripción en bolsa. De no hacerse en este tiempo, entonces se entiende que la decisión es ineficaz.

2. Para que sea válida la decisión, es necesario que en la convocatoria de la reunión se incluya en el orden del día los siguientes puntos: 1. La decisión de cancelar las acciones en el registro nacional de valores y emisores, 2. Del derecho de retiro que pueden ejercer los socios ausentes o disidentes, y 3. La obligación que tienen los accionistas que hayan votado a favor de la cancelación de lanzar una OPA frente a las acciones pertenecientes a los accionistas ausente o disidentes de la reunión.
3. Si pasados los 30 días después de la reunión, ningún accionista comunica la intención de lanzar una OPA, entonces todos aquellos que votaron a favor de la cancelación están obligados a realizar la OPA a prorrata de la participación que tengan en la sociedad.
4. No está permitido para los accionistas que votaron a favor de la cancelación, que negocien sus acciones en la BVC.

B. OPA VOLUNTARIA: Este en este tipo de OPAS el oferente puede realizar la oferta sobre el volumen de acciones y precios deseados, siempre y cuando no concurra con los porcentajes de la OPA obligatoria. De igual manera, como sucede con la OPA obligatoria, puede establecer las condiciones pertinentes para llevar a feliz término la negociación. Este tipo de operación deberá ser autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Además, se deberá dirigir a todos los titulares de las acciones y quedará sujeta a las mismas reglas y procedimientos establecidos para las OPAS obligatorias salvo por las limitaciones establecidas en el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010 que son:

1. La emisión de acciones o valores convertibles
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.
3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.

4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.
5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

C. OPAS COMPETIDORAS: Reguladas mediante el artículo 6.15.2.1.14, estas OPAS son aquellas que se formulan sobre acciones respecto de las cuales ya se ha autorizado una oferta pública de adquisición. Estas deben surtir el procedimiento de autorización anteriormente estudiado y tiene condiciones adicionales:

- a) Quien realice la oferta competidora no puede conformar con el primer oferente un mismo beneficiario real.
- b) El primer aviso de la oferta competidora debe ser publicado a más tardar a los 2 días antes del vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones de la primera oferta.
- c) La oferta competidora no puede realizarse por un número de acciones y precio inferior al de la primera oferta.
- d) La oferta competidora debe ser mejor a la precedente. Se entenderá que hay una oferta mejor cuando:
  1. El precio de la contraprestación que ofrezca el inversor o accionista debe ser superior en al menos un 5% respecto de la primera oferta.
  2. El número de acciones con derecho a voto que se pretende adquirir sea superior al menos en un 5% con respecto de la primera oferta.
  3. Si el precio y el número de acciones que se pretende adquirir son iguales a la primera oferta, entonces el número mínimo de acciones a los que se condiciona la oferta sea inferior a aquella que la precede.
- e) Si la primera oferta ofreció como contraprestación valores, entonces la oferta competidora podrá ofrecer valores o dinero. Pero, si la primera oferta ofreció solo dinero como contraprestación, entonces para que se entienda que hay una mejor oferta, el oferente competidor deberá dar como contraprestación solo

dinero.

- f) Si la primera oferta estableció que el pago de la contraprestación se realizará de contado, entonces la oferta competidora deberá establecer la misma forma de pago. Por el contrario, si la primera oferta estableció un pago a largo plazo, entonces el oferente competidor deberá establecer el mismo plazo o uno inferior.

Es importante precisar que cuando se publica el primer aviso de la oferta competidora, aquellas aceptaciones que haya habido respecto de la primera oferta, se entenderán realizadas automáticamente respecto de la oferta competidora

- D. OPAS CONCURRENTES: De conformidad con el artículo 6.15.2.1.15 del Decreto 2555 de 2010, son aquellas OPAS que cuando son presentadas ante la Superintendencia Financiera de Colombia ya existe un trámite de autorización para la solicitud de otra OPA sobre la misma sociedad. En estos casos, lo que debe hacer es que se le da preferencia a aquella cuyo precio ofrecido sea mayor, y si el precio coincide entre las dos OPAS, entonces prevalece la que se formule sobre un número mayor de acciones. Y, en el caso de que el precio y la cantidad de valores sean iguales, entonces se le da preferencia a la que se haya presentado primero.

Ahora bien, vale la pena mencionar, como se dijo anteriormente, otras clases de ofertas públicas de adquisición de valores que no están mencionadas en el decreto, pero que, sin embargo, existen y hacen referencia a la manera en cómo se podrían llegar a presentar las ofertas en la actualidad.

- E. OPA AMISTOSA: Son aquellas en las que tanto el comprador de las acciones, o el oferente; como la sociedad objeto de la adquisición, su junta directiva y/o asamblea general de accionistas están de acuerdo con la oferta. En Colombia, muchas de las OPAS que ha habido, se han presentado bajo esta modalidad.
- F. OPAS HOSTILES: En contraposición con aquellas OPAS amistosas, las OPAS hostiles son aquellas en las que las juntas directivas de ambas empresas o bien sea

la persona natural y la sociedad, es decir el oferente y la sociedad objeto de inversión no están de acuerdo. Estas son lanzadas con el fin de adquirir el control de una sociedad en contra de la voluntad de los administradores o accionistas que detentan el control. Es menester aclarar que, frente a este tipo de OPAS, el accionista minoritario no tiene mucho que aportar, ya que como se mencionó, estas OPAS van dirigidas principalmente en contra de los accionistas mayoritarios para así lograr obtener el control. Para lograr esto, a lo que los inversionistas recurren normalmente, es a ofrecer por cada acción un número mucho más alto al valor por el cual se cotizaría en la actualidad. Sin embargo, es fundamental aclarar que los accionistas mayoritarios y los minoritarios no están obligados a vender sus activos.

Ahora bien, como este tipo de OPA se trata de una toma brusca, existen mecanismos de defensa en la doctrina extranjera para los accionistas y así evitar la toma de control por parte del inversor tales como:

1. **PILDORA VENENOSA:** Esta es una medida preventiva que busca en términos generales que, o bien le resulte mucho más cara la oferta pública de adquisición al oferente para que desista de la misma, o bien para que lo que obtenga no corresponda con lo que el pretendía originalmente. Así las cosas, se emiten valores a favor de los accionistas, los cuales alterarían el equilibrio de la oferta inicial pues reducirían el precio de las acciones.
2. **EL REPELENTE DE TIBURONES:** Esta medida no pretende evitar a toda costa la adquisición, pero si busca retrasar o dificultar la toma de control por parte del oferente.
3. **ACCIONES PRIVILEGIADAS:** Esta es la creación de acciones con derecho a voto especial como por ejemplo que sean estas quienes tengan el control para aprobar determinadas transacciones como la OPA.
4. **EL PARACAIDAS DE ORO:** Esta medida busca desarrollar acuerdos con los administradores de la sociedad para que, ante una OPA hostil, los inversionistas deban pagar a los administradores una indemnización considerable.

5. EL CABALLERO BLANCO: Este mecanismo pretende que, ante una toma brusca, busque un comprador amistoso que presente una oferta competitiva.
6. JOYAS DE LA CORONA: Precisamente consiste en la transferencia o un otorgamiento de una opción para adquirir activos esenciales de la compañía en favor de un tercero.

Sin embargo, estos mecanismos de defensa ante una OPA hostil serán objeto de estudio en las problemáticas actuales.

G. OPAS ESCALONADAS: Esta consiste en que la primera oferta se lanza por un precio bajo o que en apariencia se ve elevado si la acción se viene desvalorizando. De esta manera se atraen los accionistas para comprar sus acciones y poder valorizar la sociedad. Acto seguido, el oferente lanza una nueva OPA a un precio más alto o justo para el valor del mercado. Estas OPAS escalonadas también podrían ser OPAS hostiles donde se busque obtener el control de la sociedad. Esta es una modalidad que permite testear la demanda potencial que tenga la sociedad.

Ahora bien, una vez vistas las clases de OPAS, se hace necesario mencionar que, de conformidad con el artículo 6.15.2.1.17, las aceptaciones no pueden estar sometidas bajo ninguna condición salvo la modalidad todo o nada. Esto significa que, quienes aceptan vender las acciones lo hacen bajo el entendido de que sea posible adjudicar la totalidad de los valores objeto de la aceptación. De esta manera, el aceptante estaría dispuesto a vender, o de lo contrario, será cancelada la operación. De igual forma, el oferente también puede adquirir bajo esta modalidad y de hecho, en el aviso de oferta pública de adquisición puede mencionar el monto mínimo que desea adquirir y el monto máximo al que está dispuesto a llegar, como por ejemplo ocurrió con la OPA lanzada por NUGIL S.A.S. a NUTRESA S.A, donde el monto mínimo era el 9,6% de las acciones en circulación y el máximo correspondía a 12%. En Estados Unidos es lo que se llama "*Fill or Kill*".

## V. REGULACIÓN.

Con la resolución 400 de 1995 proferida por la Sala General de la que entonces era Superintendencia de Valores, se empieza a regular la oferta pública de adquisición de valores. Luego en 2001, la Bolsa de Bogotá, la Bolsa de Medellín y la Bolsa de Occidente se funcionan para conformar lo que hoy en día se conoce como la Bolsa de Valores Colombiana, lo cual fue un gran salto para el crecimiento de la economía y atraer la inversión extranjera.

Posteriormente, el Decreto 1941 de 2006, reguló de manera integral las ofertas públicas de adquisición donde se tuvieron en cuenta estándares internacionales, a la regulación de otros países en cuanto al tema de derechos de los accionistas y los participantes en el mercado de valores. Por ejemplo, este decreto modificó los porcentajes accionarios que hacen obligatorio el lanzamiento de una OPA e introdujo el concepto de lo que hoy conocemos como el capital con derecho a voto. Esto entonces, marcó el punto de partida sobre cuáles eran los tipos de valores objeto de una OPA. De igual manera, reguló el contenido del aviso de la oferta, el régimen de garantías que debe constituir el oferente y las obligaciones que adquiere el emisor en el proceso.

De forma casi que simultánea, se emite el Decreto 2938 de 2007, el cual, de forma muy breve, tan solo hace algunas pequeñas modificaciones o adiciones. Por ejemplo, permite crear los depósitos en garantía en moneda extranjera o siguiendo el hilo de las garantías, estas deben ser acreditadas previa a la formulación de la oferta para respaldar el cumplimiento de la obligación que resulte de la OPA.

Finalmente, el Decreto 2555 de 2010, hace una compilación y explica paso a paso, como ya lo hemos venido desarrollando, el mecanismo de las OPAS, sus etapas, garantías de las obligaciones, las formas de contraprestación de la obligación, las diferentes clases de OPAS que existen (aunque no todas las que abordamos anteriormente, están descritas este decreto).

Durante la vigencia de este decreto, se realizó la primera integración del mercado de valores transfronterizo de América: El Mercado Integrado Latinoamericano. Este es un grupo entre México, Perú, Colombia, y Chile que busca realizar un modelo de integración en el mercado de acciones. Sobre esto, abordaremos más adelante.

## **VI. OPAS DE COLOMBIA**

Si bien es cierto que Colombia no ha sido un país líder en este tipo de operaciones como si lo han sido y lo siguen siendo, por ejemplo, Reino Unido y Estados Unidos; es necesario admitir que las grandes OPAS que se han llevado a cabo en nuestro país, tales como la OPA de Bavaria o Carulla Vivero, antes del 2010 permitieron el desarrollo legislativo para la creación del Decreto 2555 de 2010, incentivando de esta manera la inversión.

Así, una de las más importantes que ha habido fue la adquisición de acciones que obtuvo la multinacional sudafricana SABMiller en Bavaria S.A., en el 2005. En esa ocasión, el oferente compró un 25,2% adicional para así ser titular de un 96.8%<sup>7</sup> de las acciones con derecho a voto en circulación. En total, el costo de la operación fue cerca de unos 2.77 billones de pesos y los vendedores fueron cerca de unos 32.800 accionistas.

Por otra parte, en el 2006 se dio la OPA donde el oferente, Almacenes Éxito adquirió en primera ronda un 19.8% y luego, en una segunda un 52.4% de Carulla Vivero, costándole más de 470 millones de dólares. De igual manera, otra de las más importante OPAS en Colombia ha sido aquella que realizó la compañía brasileña de retail Sendas Distribuidora, filial del Grupo Pão de Açúcar, en 2019 a Almacenes Éxito, por alrededor de 7.6 billones de pesos y una adquisición total del 96,57%<sup>8</sup> de las acciones con derecho a voto en circulación de la cadena colombiana.

Otra de las grandes operaciones que se han visto fue aquella de Votorantim en el año 2008 quien fue el oferente para adquirir las acciones de Acerías Paz del Rio, por un total de 127.000 millones de pesos para adquirir un 20.5% más de participación y así ser titular del 72.5% de la sociedad. De igual manera, en 2019, otra de las grandes empresas de Colombia como lo ha sido Cartón de Colombia fue sujeto de una oferta pública de adquisición de valores por uno de sus mayores accionistas: Smurfit Kappa. En esta ocasión, el oferente quedó con una participación total de 97%

Otro importante caso ha sido la OPA del NUGIL S.A.S. por NUTRESA S.A. Esta oferta pública de adquisición de acciones se ha caracterizado por ser una OPA hostil y escalonada

---

<sup>7</sup> Recuperado de: <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/opa-bavaria-33-000-minoritarios-vendieron-340004>

<sup>8</sup> Recuperado de: <https://lexlatin.com/noticias/gpa-brasil-logra-control-almacenes-exito-colombia-opa>

al mismo tiempo. En la primera OPA, aprobada por la Superintendencia Financiera de Colombia el 19 de noviembre de 2021, el oferente pretendía adquirir como mínimo el 50,1% de las acciones en circulación y como máximo el 62,625%, sin embargo, en esta primera OPA desembolsó un total de 3,90 millones de dólares lo que equivale a un 27,6% de acciones en circulación. En la segunda OPA, NUGIL S.A.S., pretendía adquirir como mínimo el 18,3% de las acciones en circulación y como máximo el 22,88%, aumentando el valor de la acción en un 35,9% y pagando por cada título accionario 10,48 dólares. EN esta segunda ocasión NUGIL S.A.S., alcanzó un 30,71% en la participación de NUTRESA. Finalmente se lanzó una tercera que buscaba entre el 9,6% y el 12% de las acciones en circulación y pagando por cada acción unos 12.58 dólares, lo que correspondería a un total del 42,7% de las acciones, sin embargo, se declaró fallida. Así, vemos un claro ejemplo colombiano no solo de toma hostil, pues con el alto porcentaje que pretendía adquirir buscaba el control de la empresa de alimentos; sino también un ejemplo de OPA escalonada. Es entonces como, en la primera OPA se lanza un precio bajo que en apariencia es alto por cada título accionario. Luego de comprarlas, se lanza una nueva por un precio más alto y así se valorizan las acciones. Es de esta manera como funcionan las OPAS escalonadas y NUGIL S.A.S., fue uno de los primeros en Colombia en tomar esta estrategia.

De igual manera, la OPA por Inversiones Suramericana S.A., lanzada por JGDB HOLDING S.A.S., fue una OPA escalonada. Así las cosas, la primera OPA buscaba una participación entre el 25,34% y el 31,68% comprando un total de 118,16 millones de acciones a un valor de 8,01 USD. La segunda OPA lanzada pretendía adquirir entre el 5 y 6,25% en donde el valor por cada acción era ofrecido por 9,88 USD logrando entonces adquirir un total de 29,24 millones de acciones. Finalmente, la tercer OPA, que fue similar a la segunda, fue lanzada por el 5,2% y el 6,5% de la participación. El valor de cada acción era el mismo que el ofrecido en la segunda OPA, logrando adquirir un total del 13,96%.

En estos dos últimos casos se evidencia la problemática que surge para los accionistas minoritarios cuando estamos frente a la OPA escalonada. Sin embargo, estas problemáticas serán abordadas en el tercer capítulo.

Así, con estos ejemplos, vemos como en las últimas dos décadas, Colombia ha sido testigo de las más de 20 ofertas públicas de adquisición de acciones, las cuales han dado paso para que grandes inversionistas sean propietarios o accionistas mayoritarios de muchas empresas colombianas en crecimiento para darle una expansión a nivel continental e incluso global.

## **CAPÍTULO SEGUNDO: ANÁLISIS DEL DERECHO COMPARADO SOBRE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS, CHILE, PERÚ, MÉXICO Y REINO UNIDO.**

### **I. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA Y EUROPA**

En el capítulo precedente se realizó un análisis de las OPAS y su funcionamiento en el estado colombiano. En el presente capítulo, buscaremos hacer un análisis de la regulación de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en diferentes países americanos y europeos para entender a fondo el funcionamiento de esta figura en dichos países y poder así identificar oportunidades de mejora aplicables a nuestra legislación. En este capítulo desarrollaremos el funcionamiento de las OPAS y la normatividad de estas en Estados Unidos, Chile, Perú, México y Reino Unido pues encontramos en estos países una guía práctica que nos podría ayudar a subsanar vacíos que serán identificados y estudiados en el próximo capítulo.

Es pertinente señalar que en estos dos continentes encontramos dos tipos de OPAS, las voluntarias y las obligatorias. Los países americanos se inclinan más por un régimen de OPAS voluntarias, mientras que Reino Unido se inclina más a una legislación de OPAS obligatorias. Si bien existen otros tipos de OPAS, como lo son las OPAS por toma de control o las OPAS competidoras, nuestro foco para este estudio serán las OPAS voluntarias y las obligatorias. Los antecedentes de las OPAS obligatorias vienen de Inglaterra mientras que las OPAS voluntarias tuvieron su comienzo en los Estados Unidos de América. Es por esto por lo que las OPAS voluntarias son más comunes en el continente americano mientras que las OPAS obligatorias se encuentran presentes en el continente europeo. Las OPAS pueden ser consideradas como OPAS amistosas u hostiles. Serán amistosas cuando se haya presentado un previo acuerdo entre la sociedad oferente o el inversionista y los accionistas que tengan una participación importante en la compañía mientras que se consideran hostiles cuando no existe tal acuerdo previo.

Las OPAS obligatorias son aquellas en donde la legislación establece determinados supuestos en los que es obligatorio lanzar una OPA. Esto puede suceder particularmente cuando un accionista alcanza el control de la sociedad, cuando la sociedad acuerda la exclusión de negociaciones de sus acciones o, cuando la sociedad realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones para su posterior amortización. En

Inglaterra, las OPAS obligatorias, en principio, se deben presentar por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y, esta clase de OPA únicamente puede estar sujeta a la condición de obtención de la aprobación pertinente de las autoridades gubernamentales correspondientes. Las OPAS voluntarias, por el contrario, no están sujetas a la obligación legal de tener que ser presentadas por un precio equitativo ni por el 100% de las acciones que están en circulación. Esta clase de OPAS sí pueden estar sujetas a condiciones como por ejemplo la adquisición mínima de un porcentaje de acciones<sup>9</sup>.

Por ejemplo, en Inglaterra una de las causales para que se da una OPA obligatoria es que se alcance un porcentaje de acciones o valores con derecho a voto igual o superior al 30% de participación o cuando algún accionista alcanza una representación superior a la mitad de los miembros del órgano de dirección de la compañía. Esta oferta debe ir dirigida a los titulares de las acciones de la sociedad cotizada. El tiempo en el que deben ser lanzadas puede variar y dependerá de la regulación de cada país.

Las OPAS voluntarias operan bajo una regulación flexible en donde el oferente puede determinar el precio que considera pertinente, así como el porcentaje que le interesa adquirir, que no tiene que ser el 100% de las acciones. Es importante señalar que, frente a las OPAS voluntarias, se pueden lanzar OPAS competidoras. Recordemos que, las OPAS competidoras son aquellas que se lanzan cuando existe ya una OPA voluntaria, pues buscan hacerle contrapeso a la OPA del oferente inicial. Es decir, una OPA competidora es aquella que se lanza para evitar que quien haya lanzado la OPA voluntaria inicial obtenga el porcentaje que busca y que, por el contrario, quien obtenga el porcentaje por el cual se lanzó la OPA voluntaria sea quien haya lanzado la OPA competidora. Para que una OPA pueda ser competidora debe ser lanzada mínimamente por el mismo porcentaje que la OPA inicial y debe ser lanzada por un precio superior por valor. Así mismo, debe ser lanzada antes de que caduque el plazo inicial de la OPA voluntaria, tal como es el caso de Colombia.

A continuación, enunciaremos el tipo de OPA (voluntaria u obligatoria o en algunos casos, mixtas), sus características y su regulación en Estados Unidos de América, Chile, Perú, México y Reino Unido. Para esto, se dividirá el capítulo en cinco subsecciones correspondientes a cada país objeto de estudio, las cuales a su vez se dividirán en cinco criterios de análisis. Estos son: (i) obligatoriedad de la oferta y regulación; (ii) procedimiento para su presentación; (iii) duración y precio de la oferta; (iv) manejo que le debe dar la

---

<sup>9</sup> (Valores, s.f.)

compañía a la oferta; (v) métodos de defensa frente a la oferta. Una vez analizados estos criterios para cada país, en el siguiente capítulo, estudiaremos la aplicabilidad de las metodologías en los distintos países al caso colombiano buscando así oportunidades de mejora en nuestro sistema.

## II. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

### A. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN:

Las ofertas públicas de adquisición (“*Tender Offers*”) en Estados Unidos de América (en adelante “EEUU” o “Estados Unidos”) obedecen a un régimen de OPAS mixtas. Las OPAS son lanzadas en aras de adquirir un porcentaje específico de las acciones de una compañía que cotiza en bolsa. Este porcentaje puede equivaler al 100% de participación, pero no es obligatorio que cumpla con un porcentaje mínimo. Dichas ofertas son lanzadas al mercado con un precio establecido, usualmente mayor al de bolsa para que este pueda ser llamativo para los accionistas, y la oferta debe tener un tiempo de duración establecido. Como se había establecido anteriormente, las OPAS pueden estar condicionadas a que el comprador efectivamente adquiera un porcentaje específico de participación en la compañía por la que se lanzó la oferta<sup>10</sup>. En Estados Unidos, la regulación de las OPAS se encuentra reglamentado por las Reglas Generales y Regulaciones promulgadas conforme a la “*Securities Exchange Act of 1934 Section IX y la Securities Exchange Act of 1934 Section XIV*”. Dichas leyes fueron modificadas por el “*Williams Act*” en 1968. Esta modificación introdujo la necesidad de que el oferente, es decir quien lanza la OPA, suministre una divulgación completa de la información y que se cree un escenario transparente para que se lleve a cabo la transacción para que así ni el oferente ni la compañía que está siendo sujeto de la OPA cuente con una ventaja que le permita manipular la decisión de los accionistas sobre vender o no su participación.

Si bien el *Williams Act* no define los casos en los que se debe presentar una OPA, lo que indicaría en principio que está es voluntaria, la jurisprudencia norte americana se ha encargado de establecer ocho criterios que, en caso de cumplirse, hacen la presentación de la OPA obligatoria. En *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y 1979), el

---

<sup>10</sup> (Commision, s.f.)

Tribunal Distrital del Estado de Nueva York estableció en su sentencia que, si una transacción llegase a cumplir con estos ocho requisitos, entonces la transacción tendrá que ser llevada como una OPA. Estos son (i) oferta pública, activa y divulgada por un accionista de una compañía frente a un porcentaje de acciones de esa compañía; (ii) oferta hecha por un porcentaje sustancial de las acciones del oferente; (iii) precio de oferta por las acciones por un valor superior al valor del mercado (iv) los términos de la oferta no son negociables (v) es una oferta condicionada a la adquisición de un número mínimo y máximo de acciones a ser adquiridas; (vi) es una oferta abierta por un periodo de tiempo limitado; (vii) el ofertado está sujeto a presión de vender las acciones; (viii) si el anuncio público de la oferta va acompañado de una acumulación rápida y de grandes cantidades de los valores de la compañía objetivo<sup>11</sup>.

#### B. PROCEDIMIENTO PARA LA PRESENTACIÓN DE LA OPA

El procedimiento que el oferente debe seguir es, en principio, enviar un documento en donde exponga sus objetivos y condiciones de la oferta a la Comisión de Valores de EEUU ("*Securities and Exchange Commission*"), en adelante "SEC"<sup>12</sup>. El oferente debe enviar una copia de estos objetivos al domicilio social de la compañía y a las Bolsas de Valores ("*National Securities Exchange*") en donde la compañía tenga acciones registradas.

Así mismo, el *Williams Act* presenta una obligación a todo adquirente del 5% o más de participación de una compañía sin importar si este porcentaje fue adquirido por una OPA o no, pues el adquirente deberá suscribir una Declaración de Divulgación "*Disclosure Statement*" el cual es un documento que le deben entregar a la SEC que deberá contener toda la información de la transacción.

#### C. DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA

La oferta pública de adquisición estará dirigida a todos los accionistas de la compañía, no se limita a un grupo de personas determinadas y a todos se les paga el mismo valor establecido en la oferta. En Estados Unidos, las OPAS son muy transparentes y buscan ser lo más equitativo posible para proteger así a los accionistas minoritarios. Por medio del

---

<sup>11</sup> Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y 1979)

<sup>12</sup> La SEC, es una entidad administrativa federal creada por el Congreso de los Estados Unidos, y es la entidad encargada de velar por la protección de los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores en los Estados Unidos de América.

*Williams Act*, se buscaba mantener un balance en la regulación de las OPAS que no beneficiaría ni a las compañías ni a los oferentes, sin embargo, tal como señala el autor Thomas Hurst en su escrito “*The Regulation of Tender Offers in the United States and the United Kingdom: Self-Regulation Versus Legal Regulation*”, el *Williams Act* combinado con las leyes corporativas estatales preexistentes en Estados Unidos parecieran crear mayores formas de defensa para que las empresas sujetas a la OPA puedan resistir las tomas hostiles<sup>13</sup>.

Como se ha mencionado previamente, el fin del *Williams Act* es la transparencia en la transacción para que así los accionistas puedan tomar sus decisiones basadas en una información completa y veraz. Es por esto por lo que esta ley va muy encaminada a la protección de los accionistas minoritarios. Bajo este entendido el *Williams Act* establece una serie de protección a los accionistas: (i) si el oferente decide aumentar el precio de oferta por las acciones para que así los accionistas vendan más fácil, el oferente deberá aumentar también el precio de oferta a los accionistas que decidieron vender antes del aumento de precio; (ii) la oferta debe durar mínimo 20 días lo que busca que todos los accionistas tengan un tiempo prudente para considerar los términos de la oferta y puedan tomar una decisión lo más transparente posible.

#### D. MANEJO DE LA COMPAÑÍA ANTE LA OPA

Así mismo, como el oferente tiene deberes, la compañía sobre la cual lanzan la oferta también tiene una clase de obligaciones con las que debe cumplir. Por ejemplo, una vez hecha la oferta, la compañía debe emitir un listado completo con todos los accionistas actuales de la compañía dentro de los 10 días hábiles siguientes a la fecha de petición por parte del oferente. Así mismo, durante ese plazo la compañía deberá emitir alguna clase de posición sobre si les recomiendan a los accionistas vender o no las acciones al oferente<sup>14</sup>. Esta posición debe recomendar la aceptación, el rechazo o una posición neutra sobre la OPA. La posición debe ir acompañada de una justificación argumentada en cifras. Tal posición debe ser compartida a los accionistas.

#### E. MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA

---

13 (Hurst, 1987)

14 (Forigua Rojas, 2008)

A la administración de las compañías en Estados Unidos, les es permitido hacer uso de tácticas de defensa que impidan la prosperidad de la OPA. Realmente, el *Williams Act* no limita la capacidad de defensa de las compañías ante este tipo de ofertas. En Estados Unidos es permitido someter a litigio la validez de la OPA, llevar a cabo fusiones, vender los activos importantes de la compañía entre otras tácticas de defensa.

Si bien el *Williams Act* no limita la defensa de las compañías, su única limitante es la “*Business Judgment Rule*”. La *Business Judgment Rule* puede ser definida como “una presunción de que en la toma de una decisión de negocios los administradores de una compañía actuaron de manera informada, de buena fe y en la creencia sincera de que la medida adoptada era en el mejor interés de la compañía”<sup>15</sup>. Si el oferente quisiera contratar las tácticas de defensa de la compañía ofertada, este deberá objetar la *Business Judgment Rule* y alegar que la decisión fue tomada bajo conflictos de interés o fraude y no fue buscando lo mejor para la compañía. En este caso, en el evento en que el oferente logre impugnar la *Business Judgment Rule*, se invierte la carga de la prueba y se deja de presumir que se actuó de buena fe por parte de los administradores de la compañía por lo que tendrán que ser estos quienes deberán demostrar que actuaron de conformidad con la *Business Judgment Rule* al momento de realizar la transacción.<sup>16</sup>

La SEC tiene facultades sancionatorias y está facultado para hacer cumplir sus decisiones en una corte judicial. El *Williams Act* le concede a la SEC la facultad de ordenar a las partes dejar de realizar conductas que vayan en contra del *Williams Act* y en caso de ser necesario, iniciar actuaciones judiciales frente a este incumplimiento.

### **III. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN CHILE**

#### **A. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN**

En Chile, la Oferta Pública de Adquisición de Acciones se encuentra regulada en la Ley 19.705 del 20 de diciembre del 2000 (en adelante la “Ley 19.705”). Esta Ley modificó el artículo 54 de la Ley 18.045 de 1981 (en adelante “Ley 18.045”. “Ley de Mercado de Valores” o “LMV”), estableciendo que cuando una persona busque obtener el control de

---

<sup>15</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

<sup>16</sup> Suescún De Roa, Felipe, The business judgment rule en los estados unidos: una regla con dimensión procesal y fuerza sustantiva, 127 *Vniversitas*, 341-371 (2013)

una compañía a través de una oferta regulada en el Título XXV de la ley en mención, serán aplicables exclusivamente las normas de dicho título.

Así mismo, esta ley creó el Título XXV denominado “De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones” en donde, por medio de 19 artículos, regula las OPAS en Chile y las incluyó en la Ley 18.045. Este título define la OPA como *“aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.”*<sup>17</sup>

Esta Ley le confiere a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile la facultad de exonerar a aquellos oferentes que lancen una OPA hasta por un 5% de las acciones de la compañía, de cumplir con una o más normas de la Ley 19.705. Así mismo, el artículo 198 le otorga una facultad de fiscalización a la Superintendencia de Valores y Seguros pues expresamente le concede la vigilancia de quienes efectúen la oferta (oferentes y administradores de los oferentes).

El sistema de OPAS de Chile, si bien no establece que las OPAS deben ser por el 100% de las acciones de la compañía, si regula los casos en los que deben ser lanzadas de manera obligatoria. Son tres situaciones presentadas por el artículo 199 de la Ley de Mercado de Valores, estas son:

1. Cuando la adquisición permita que se dé un cambio de control en la compañía
2. Cuando la adquisición permita que el oferente alcance dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de la compañía.
3. Cuando se pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que tenga sus acciones en el mercado de valores, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de la LMV por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.

---

<sup>17</sup> Art 198 de la LMV

En este orden de ideas, este mismo artículo presenta cinco casos en los cuales no sería necesario realizar una OPA y son cuando (i) la adquisición provenga de un aumento de capital sin importar si quien adquiera las acciones quede con el control de la sociedad; (ii) cuando quien enajene las acciones sea el controlador de la sociedad y que el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado; (iii) cuando haya una compraventa como resultado de una fusión; (iv) cuando se adquieran por herencia y; (v) cuando sea por una enajenación forzada. Si bien el sistema chileno es en su mayoría de OPAS voluntarias, es importante remitirnos a la causal 2 del artículo 199 de la LMV, el cual establece que cuando un controlador alcance dos tercios de la propiedad accionaria, deberá lanzar una OPA para adquirir la propiedad remanente de conformidad con lo dispuesto en el artículo 69 de la Ley 18.046. Esta OPA se registrará bajo las normas de la LMV y deberá ser lanzada en los 30 días contados a partir de la fecha en que adquirió los dos tercios de las acciones de la compañía.

#### B. PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA

El proceso para lanzar la OPA consiste en que el oferente publique un aviso informando del inicio de la vigencia de la oferta el día previo al inicio de la vigencia de la oferta mínimamente en dos diarios de circulación nacional. Así mismo, el oferente deberá poner a disposición de los interesados, un prospecto que tendrá que contener todos los términos de la oferta. Entiéndase por interesados a los accionistas, a la Superintendencia de Valores y Seguros y al mercado de valores. Una copia de este prospecto deberá estar a disposición del público en las oficinas de la compañía ofertada y en la oficina del oferente.

Un día antes de que comience la vigencia de la oferta, el oferente deberá enviar una copia del prospecto a la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Bolsa de Valores. El artículo 203 de la Ley de Mercado de Valores presenta la información que debe contener el prospecto. Una vez finalizada la OPA, al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia, el oferente debe publicar los resultados de esta en un aviso de aceptación que sea distribuido en dos periódicos y deberá enviarlos a la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Bolsa de Valores<sup>18</sup>. Como se mencionó previamente, una regulación tan detallada sobre las OPAS busca proteger los intereses de los accionistas. Es por esto por lo que la Ley 18.045 manifiesta la irrevocabilidad de la oferta una vez realizada. El oferente podrá contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las cuales deberá incluir

---

<sup>18</sup> Art 212 de la LMV

de forma clara y destacada tanto en el prospecto como en el aviso de inicio, pero esta no podrá ser revocable si no incurre en las causales mencionadas anteriormente. Si el oferente buscaba la adquisición de un número mínimo de acciones y no lo logra, la oferta quedará sin efecto siempre y cuando indique tal circunstancia tanto en el aviso de inicio como en el prospecto que debe compartir con los interesados. Si el oferente quisiera modificar la oferta, únicamente lo podría hacer para mejorar el precio o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. El oferente puede lanzar nuevas OPAS por las mismas acciones, pero deberá esperar que transcurran 20 días desde que la oferta inicial haya caducado<sup>19</sup>. En contraposición al no retracto de la oferta, los accionistas que hayan entregado sus acciones sí podrán retractarse hasta antes del vencimiento del plazo inicial o de sus prórrogas. Sin embargo, este retracto debe ser realizado por escrito<sup>20</sup>.

Si la Superintendencia de Valores y Seguros evidencia falencias en la información podrá solicitarle al oferente que suministre más o que la complemente. Si la Superintendencia de Valores y Seguros evidencia deficiencia en la información suministrada o incumplimiento en los requisitos establecidos en la Ley, esta está facultada para suspender hasta por 15 días el inicio o la continuación de la oferta. Esta suspensión puede prorrogarse por una vez y por el mismo plazo. Si vencida la prórroga subsisten las causas que la fundaron, la Superintendencia de Valores y Seguros dejará sin efecto la oferta por resolución fundada<sup>21</sup>.

### C. DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA

En Chile, la vigencia de las OPAS no puede ser inferior a 20 días ni puede superar un plazo máximo de 30 días. La oferta debe indicar cuál será el valor que se pagará por acción y el porcentaje de acciones que se pretende adquirir con la OPA. Es importante recalcar que, al igual que en Estados Unidos, el valor que se pague a un accionista deberá ser el mismo que se les pague a los demás accionistas.

El oferente podrá prorrogar la oferta por una sola vez y por un mínimo de 5 días y hasta por 15 días adicionales. Esta prórroga se debe comunicar antes del vencimiento de la oferta, mediante un aviso publicado en los mismos periódicos en los que se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio<sup>22</sup>. La regulación chilena, permite las OPAS competitivas.

---

<sup>19</sup> Art 210 de la LMV

<sup>20</sup> Art 211 de la LMV

<sup>21</sup> Art 214 de la LMV

<sup>22</sup> Art 205 de la LMV

Estas deberán ser lanzadas durante la vigencia de la oferta inicial y deberán presentarse con un mínimo de 10 días de anticipación al vencimiento del plazo de la oferta inicial<sup>23</sup>.

La Ley 18.045 limita al controlante de una sociedad a no poder adquirir dentro de los 12 meses siguientes a la operación, el 3% o más sin efectuar una OPA cuyo precio por acción no podrá ser inferior al pagado en la operación de toma de control. No obstante, si la adquisición se hace por medio del mercado de valores y a prorrata para el resto de los accionistas, el controlante podrá adquirir un porcentaje mayor de acciones, conforme la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia de Valores y Seguros<sup>24</sup>.

De la misma forma que en Estados Unidos y en Colombia, la Ley LMV busca proteger a los accionistas minoritarios. No obstante, Chile presenta un régimen más estricto que busca garantizar a los accionistas el pago de un precio justo por sus acciones por lo que en Chile, entre los 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 120 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación, si el oferente adquirió o fuera a adquirir de las mismas clases de acciones comprendidas en la oferta en condiciones de un mejor precio que las contempladas en la OPA, los accionistas que le hubieran vendido tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado. Asimismo, es importante rescatar que no solo será el oferente quien debe pagar tal diferencia, sino que también es necesario que las personas que se hayan beneficiado de esto deban pagar de manera solidaria con el oferente. De igual manera, se restringe la posibilidad de que el oferente adquiera acciones de la compañía ofertada por un medio diferente a la OPA<sup>25</sup>.

Finalmente, el artículo 208 de la LMV señala que si el número de acciones comprendidas en las aceptaciones de la oferta, supera la cantidad de acciones que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes. Esta ley presenta el cálculo que se debe hacer para calcular lo que denominan un factor de prorrateo. Este factor de prorrateo se calcula dividiendo el número de acciones que se buscaban comprar en la oferta por el número total de las acciones recibidas, es decir, por el número total de acciones que los accionistas accedieron vender. La adquisición solo se

---

<sup>23</sup> Art 206 de la LMV

<sup>24</sup> Art 201 LMV

<sup>25</sup> Art 201 de la LMV

realizará por el número entero de acciones que resulten de la operación previamente descrita<sup>26</sup>.

#### D. MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA

La compañía emisora deberá entregar al oferente un listado con la información actualizada de todos los accionistas dentro del plazo de 2 días hábiles contados desde la fecha de publicación de la oferta. Por último, los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas<sup>27</sup>.

#### E. MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA

De la misma forma que en Estados Unidos, cuando se lanza una OPA no solo se crean obligaciones para el oferente sino también para la compañía ofertada. Cuando una compañía está siendo sujeto de una OPA está deberá abstenerse, durante la vigencia de la oferta, de adquirir acciones de propia emisión, resolver la creación de sociedades filiales; enajenar bienes del activo que representan más del 5% del valor total de éste e incrementar su endeudamiento en más del 10% respecto del que mantenía hasta antes del inicio de la oferta.

### IV. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN PERÚ

#### A. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN

A diferencia del caso chileno y estadounidense, la OPA en Perú es de carácter obligatorio cuando se pretenda adquirir, directa o indirectamente, participación significativa o incrementar la ya alcanzada en una sociedad que tenga acciones inscritas en bolsa. Las OPAS en Perú están reglamentadas por medio del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (Resolución CONASEV No. 0009-2006), en adelante Reglamento de las OPAS y por la Ley de Mercado de Valores.

---

<sup>26</sup> Art 208 de la LMV

<sup>27</sup> Art 207 de la LMV

De conformidad con el Reglamento de las OPAS, el fin de una oferta pública de adquisición es garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer. Se considera participación significativa:

*“(…) toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa. También se considera participación significativa la facultad que posee una persona o grupo de personas de, sin tener propiedad directa o indirecta, ejercer el derecho a voto de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos últimos supuestos le permita: i) remover, o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad”<sup>28</sup>*

El artículo 4 del Reglamento de OPAS establece la obligatoriedad de estas cuando la adquisición o incremento de participación significativa se trate de una transferencia a título oneroso; que la compañía por la cual se está adquiriendo la participación tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas a registro; que además el adquirente alcance o supere una participación del 25%, del 50% o del 60% o que adquiera una cantidad de acciones que le permitan ejercer los derechos políticos en una proporción tal, que en cualquiera de dichos supuestos le permita remover o designar a la mayoría de los directores o modificar los estatutos y; finalmente que no se encuentre incluida en las excepciones que presenta el Reglamento de las OPAS.

Las excepciones que hacen que no sea obligatorio que se lleve a cabo una OPA cuando exista la adquisición o incremento de participación significativa, se encuentran establecidas en el artículo 10 del Reglamento donde se enuncian 14 causales de exoneración.

---

<sup>28</sup> Numeral 16 del Art 1 del Reglamento de las OPAS.

Sin embargo, aunque no sea necesario lanzar una OPA si se incurre en alguna de las causales de exoneración, la persona que alcance o incremente su participación significativa deberá notificar a CONASEV y a la Bolsa de Valores al día siguiente de que se dé el aumento o la adquisición para su respectiva difusión.

## B. PROCEDIMIENTO PARA LA PRESENTACIÓN DE LA OPA

En caso de que no se incurra en las causales contenidas en el artículo 10 del Reglamento y la OPA sea obligatoria, deberá llevarse bien sea de forma previa o posterior a la adquisición o incremento de la participación significativa. Será en forma posterior cuando se haya realizado de manera indirecta, cuando sea consecuencia de una oferta pública de venta, cuando la participación significativa sea transferida de quien la tiene al adquirente en un solo acto o, también cuando la participación significativa es adquirida a través de no más de cuatro actos sucesivos dentro de un período de tres años. Por el contrario, será de forma previa a la adquisición o al incremento de participación significativa en los demás casos no contemplados anteriormente y, deberá ser formulada sobre el número de valores que se pretenda adquirir<sup>29</sup>.

En el caso peruano, la OPA no solo debe ir dirigida a los accionistas sino a las personas que la compañía objetivo le haya emitido o haya acordado emitirle la emisión de certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto, obligaciones convertibles en acciones u otros valores similares que confieran la titularidad para adquirir o suscribir acciones con derecho a voto. La oferta debe dirigirse también a los titulares de tales valores, siempre que dicha adquisición o suscripción sea obligatoria para la sociedad objetivo y pueda realizarse dentro de los dieciocho meses siguientes al inicio de la OPA<sup>30</sup>. Es pertinente señalar que, si bien en Perú hay un régimen de OPA obligatoria, el Reglamento de OPAS también permite que se presenten OPAS voluntarias siempre y cuando se ajusten a los procedimientos establecidos en el Reglamento de OPAS. Las OPAS voluntarias tienen carácter irrevocable<sup>31</sup>.

Para que la OPA tenga validez, independientemente si es obligatoria o voluntaria, el oferente deberá comunicar la oferta inicial a la sociedad objetivo, a CONASEV y a la bolsa

---

<sup>29</sup> Art 6 del Reglamento de OPAS

<sup>30</sup> Art 9 del Reglamento de OPAS

<sup>31</sup> Art 11 del Reglamento de OPAS

donde se encuentren listados los valores de la sociedad objetivo. La oferta iniciará su vigencia al día siguiente de haber sido comunicada la oferta. En la comunicación que se envíe se debe adjuntar el prospecto informativo de la oferta, los documentos que acrediten la garantía de la misma, las autorizaciones administrativas en caso de requerirse, el aviso que debe publicarse por la respectiva bolsa en su boletín diario durante toda la vigencia de la OPA y en el periódico nacional y local y, cuando se actúe a través de representantes, los documentos que acrediten las facultades y poderes de estos.

En el caso peruano, CONASEV es el encargado de validar que la OPA cumpla con todos los requisitos legales. Esta revisión la deben hacer dentro de los cinco días siguientes a la recepción de la información enviada por el oferente. En caso de que CONASEV evidencie algún vicio, el oferente tiene un plazo de subsanación de tres días contados a partir del día siguiente en que CONASEV le informe sobre dichos vicios. En caso en que se venza el plazo de subsanación y el oferente no haya hecho las correcciones pertinentes, CONASEV declarará la invalidez de la oferta. Sin embargo, el Reglamento de OPAS faculta a CONASEV a suspender o anular la vigencia de la OPA en cualquier momento cuando se detecte la existencia de información falsa, inexacta o insuficiente o se efectúen prácticas o actividades que afecten la transparencia del mercado o el interés de los inversionistas.

Las OPAS en el marco regulatorio peruano, deben ir acompañadas de garantías, al igual que en el caso colombiano. Esta garantía debe ser a favor de la sociedad agente elegida para efectuar la oferta para así asegurar el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA. Así mismo, las OPAS, tanto la inicial como las ofertas competidoras que puedan presentarse, tendrán carácter de irrevocables. Es importante manifestar que el Reglamento de OPAS define las ofertas competidoras como *“la que tiene como propósito adquirir o incrementar la participación significativa del ofertante en una sociedad objetivo respecto de la cual existe una OPA vigente.”*<sup>32</sup> Las ofertas competidoras podrán ser presentadas únicamente dentro de los 10 días siguientes al inicio de la oferta inicial.

A diferencia de la oferta, la aceptación sí es revocable. El accionista podrá revocar la aceptación en cualquier momento durante la vigencia de la OPA. Así mismo, de manera similar a la legislación chilena, la oferta quedará sin efecto si no llegase a existir aceptaciones que cumplan con el número mínimo de valores al que se ha condicionado. Si esto pasa, las declaraciones de aceptación quedarán sin efecto, salvo que el oferente

---

<sup>32</sup> Art 23 del Reglamento de OPAS

decida de manera voluntaria adquirir todos los valores de quienes hubieran aceptado la oferta. Los resultados de la OPA deberán ser comunicados a CONASEV por parte de la Bolsa de Valores y deberán publicarlo en el Boletín Diario al día siguiente de su adjudicación<sup>33</sup>.

#### C. DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA

El plazo de vigencia de las OPAS previas será el establecido por el oferente, sin embargo, no puede ser inferior a 20 días y en caso de que se quiera prorrogar, el oferente podrá hacerlo hasta cuatro días antes de la culminación de la OPA inicial. En el caso en que sea necesario hacer una OPA posterior, la vigencia de dicha oferta no podrá ser menor a veinte días ni mayor a cuarenta días y la contraprestación que se ofrezca debe ser hecha en los mismos términos de la operación que la precedió<sup>34</sup>.

#### D. MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA

Igual que en el sistema chileno y estadounidense, la administración debe emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada detallando sus observaciones a favor o en contra. La administración tendrá debera emitir este informe dentro de los siete días de iniciada la vigencia de la OPA. Este informe deberá ser puesto en conocimiento de CONASEV y de la bolsa respectiva para su divulgación.

#### E. MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA

La legislación peruana no presenta métodos de defensa para la compañía, sin embargo, las OPAS competitivas son permitidas.

### V. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN MÉXICO

#### A. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN

---

<sup>33</sup> Capítulo IV del Reglamento de OPAS

<sup>34</sup> Art 18 del Reglamento de OPAS

En el caso de la legislación mexicana, las OPAS son reguladas por medio del poder ejecutivo expedido el 25 de abril del 2002 emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Este poder ejecutivo presenta las reglas generales aplicables a las adquisiciones de valores y ofertas públicas de compra de valores. Dicha regulación señala que el fin de esta es buscar la transparencia de las operaciones del mercado de valores y la protección a los inversionistas.

Este poder ejecutivo presenta catorce reglas encaminadas a reglamentar actuaciones del mercado de valores y las ofertas públicas de adquisición de acciones o de valores. Estas normas regulan diferentes situaciones y momentos de la adquisición de acciones. A partir de la regla sexta del poder ejecutivo, comienza el capítulo específico que regula las adquisiciones de valores objeto de oferta pública. Toda persona que, directa o indirectamente, pretenda obtener una participación significativa de una compañía cotizante en bolsa sin que exceda la mitad de los valores con derecho a voto, deberá efectuar una OPA.

De igual forma, cuando una persona pretenda obtener, directa o indirectamente, la mitad más una de las acciones con derecho a voto de una compañía cotizante en bolsa, deberá lanzar una OPA por el 100% del capital social de la entidad emisora. En este caso, la oferta podrá señalar un porcentaje mínimo de adquisición de acciones con derecho a voto al que se condicione la oferta.

No obstante, lo anterior, en caso de que la persona oferente quiera adquirir más del 50% de participación, pero no quiera lanzar la oferta por el 100% de las acciones, podrá acudir a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (en adelante la "Comisión") y solicitar que se le permita lanzar la OPA bajo la regla sexta del poder ejecutivo. Para esto, el oferente deberá llevar un concepto emitido por la administración de la compañía ofertada en donde manifiesten los motivos por los cuales están de acuerdo con que no se lance por el 100%. En caso de que se le conceda tal petición, la compañía deberá revelar tal concepto como información relevante al mercado<sup>35</sup>.

La Comisión está facultada para exonerar a las personas de tener que lanzar OPAS cuando el porcentaje de adquisición sea por herencias o legado, o las que se tuvieron por donación

---

<sup>35</sup> Regla Octava del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

a título gratuito, cuando se trate de adquisiciones a precio de mercado que resulten de redistribución de acciones entre personas que pertenezcan a un mismo grupo de adquirentes o cuando por motivo de la reducción de capital social se incremente la participación significativa en los porcentajes de los accionistas<sup>36</sup>.

## B. PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA

En el caso de las OPAS mexicanas, la oferta debe ser lanzada de manera extensiva a las distintas series de acciones que tenga la compañía emisora. Así mismo, la OPA deberá ser lanzada por el porcentaje del capital social de la compañía cotizante en bolsa equivalente al porcentaje de valores con derecho a voto que se pretenda adquirir o, por el 10% de las acciones con derechos económicos en caso de que el porcentaje que se pretenda adquirir sea inferior al 10%.

Si el oferente de una OPA logra por medio de esta que menos del 15% del capital social quede entre los accionistas minoritarios, el oferente deberá lanzar una segunda oferta hasta por el 100% del capital social de la compañía en las mismas condiciones en que celebró dicha oferta. Esto quiere decir que deberá intentar adquirir el 15% de participación restante<sup>37</sup>. El oferente de cualquiera de las OPAS previamente enunciadas deberá presentar la oferta a la Comisión para su aprobación.<sup>38</sup>

No obstante, lo anterior, en caso de que la persona oferente quiera adquirir más del 50% de participación, pero no quiera lanzar la oferta por el 100% de las acciones, podrá acudir a la Comisión y solicitar que se le permita lanzar la OPA bajo la regla sexta del poder ejecutivo. Para esto, el oferente deberá llevar un concepto emitido por la administración de la compañía ofertada en donde manifiesten los motivos por los cuales están de acuerdo con que no se lance por el 100%. En caso de que se le conceda tal petición, la compañía deberá revelar tal concepto como información relevante al mercado<sup>39</sup>.

## C. DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA

---

<sup>36</sup> Regla Décima Tercera del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

<sup>37</sup> Regla Décima del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

<sup>38</sup> Regla Décima Primera del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

<sup>39</sup> Regla Octava del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

La oferta deberá tener una duración mínima de 15 días hábiles contados a partir de que sea puesta en conocimiento público. Es importante señalar que el oferente, una vez lance la oferta al mercado, podrá modificarla durante la vigencia de la OPA siempre y cuando este cambio implique una mejora en las condiciones de los accionistas y deberá ampliarse su vigencia por mínimo 5 días más<sup>40</sup>. La oferta debe establecer el número máximo de valores que busca adquirir y también deberá manifestar el número mínimo de valores que se desean obtener para que la oferta sea efectiva.<sup>41</sup>

#### D. MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA

Una vez aprobada por la Comisión y lanzada la oferta, la administración de la compañía deberá emitir una opinión al público respecto a la oferta. Deberá hacerlo dentro de los diez días siguientes al inicio de la oferta. En caso de que los administradores estén inmersos en un conflicto de interés, la opinión podrá estar acompañada de otra emitida por un experto independiente que sea contratado por la compañía y donde se manifieste que se optó por solicitar también un informe externo buscando proteger a los accionistas minoritarios<sup>42</sup>.

#### E. MÉTODOS DE DEFENSA FRENTE A LA OFERTA

En la legislación mexicana, no se presentan mecanismos de defensa ante las OPAS. Es permitido las OPAS competitivas, pero no hay regulación de actuaciones que puedan ser realizadas por las compañías ofertadas.

### VI. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN REINO UNIDO

#### A. OBLIGATORIEDAD DE LA OFERTA Y REGULACIÓN

La regulación de las ofertas públicas de adquisición en Reino Unido está consagrada en “*The City Code on Takeovers and Mergers*” en adelante, el *City Code*. El *City Code* está compuesto por 8 principios generales y 38 reglas específicas. En el caso de Inglaterra, el encargado de velar por el cumplimiento del *City Code* es “*The Panel on Takeovers and Mergers*” (en adelante el “Panel”). El Panel es un organismo independiente establecido en

---

<sup>40</sup> Regla Séptima del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

<sup>41</sup> Regla Sexta del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

<sup>42</sup> Regla Décima Segunda del Poder Ejecutivo emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México

1968 y su función principal es administrar y hacer cumplir el *City Code* y supervisar y regular las transacciones contempladas en el *City Code*.

De la misma forma que en los demás países, el *City Code* busca que se protejan los intereses de los accionistas y que se les garantice un trato justo, transparente y que no se les niegue la oportunidad de tomar una decisión informada sobre la venta de sus acciones cuando se enfrente a una OPA. Así mismo, busca que se le dé un trato igualitario a los accionistas que tengan acciones de la misma clase. Es por esto por lo que el *City Code* de manera expresa le otorga la facultad al Panel para que, a su criterio, derogue o conceda autorización en casos específicos cuando (i) la regla permita la excepción; (ii) cuando en otras circunstancias el Panel considere que la regla sería innecesaria en el caso en concreto.

Sin embargo, a diferencia de Estados Unidos, el *City Code* sí define el tipo de transacciones que deberán estar sujetas a su regulación. El *City Code* deberá ser aplicado a las transacciones que impliquen toma de control, fusiones, transacciones entre grupos empresariales, reorganización de capital y ofertas a accionistas minoritarios, así como las transacciones que pueden consolidarse en un cambio de control en las compañías listadas en bolsa e incluso las ofertas parciales a los accionistas en las compañías listadas.

El *City Code*, si bien establece unas reglas que deben ser seguidas, es interpretado por un grupo de personas denominadas "*The Executive*" (en adelante los "Executives") quienes son los encargados de guiar y dictar decisiones frente a la interpretación del *City Code*. Cuando *los Executives* dictan una directriz de interpretación, estas deben ser cumplidas en el caso en concreto. *Los Executives* están conformados por un grupo de trabajadores de diferentes campos (legal, contable, corredores de bolsa, inversionistas, entre otros) lo que permite que tengan conocimiento de cómo funciona el mundo corporativo y tengan una interpretación del *City Code* aplicada a la realidad de las compañías.

Como se expuso previamente, el *City Code* se basa en 8 principios generales. Estos son:

1. Todos los tenedores que tengan la misma clase de participación deberán ser tratados en igualdad de condiciones.
2. Si una persona adquiere control de una compañía, los demás tenedores minoritarios deberán ser protegidos.

3. Los tenedores de participación de una compañía por la cual se lanza una OPA, deben tener tiempo suficiente e información completa para tomar una decisión informada y acorde a sus intereses.
4. La Junta Directiva de la compañía ofertada, deberá emitir un concepto donde manifieste los posibles efectos de la OPA en relación con aspectos laborales, la condición laboral de los trabajadores y el domicilio de la compañía.
5. La Junta Directiva de la compañía ofertada deben actuar en el interés de la compañía y no se le debe negar a los tenedores de participación la oportunidad de decidir.
6. Ni la compañía ofertada, el oferente ni ninguna compañía que tenga interés en la OPA podrá crear falsos mercados que hagan subir o bajar los precios de los títulos valores de la compañía haciendo que se vuelvan artificiales y que se afecte el normal funcionamiento del mercado.
7. Un oferente podrá anunciar públicamente la OPA únicamente si garantiza que puede cumplir completamente cualquier consideración monetaria a la que se haya obligado en su oferta y si toma todas las medidas razonables para el cumplimiento de aquellas consideraciones que no sean monetarias.
8. El funcionamiento normal de una compañía ofertada no deberá ser afectado por un tiempo superior al razonable a razón de una OPA<sup>43</sup>.

Es con base a estos principios que se deben realizar las OPAS en Inglaterra. Frente a esto se puede señalar que, si bien el *City Code* busca proteger a los accionistas, también busca que el mercado de valores se afecte lo más mínimo posible y que la compañía pueda seguir ejerciendo su objeto social sin mayor retraso.

En la legislación inglesa, al igual que en la peruana, hay ciertas ocasiones en las que, por ley, el oferente se ve obligado a lanzar una OPA. El *City Code* establece dos casos en los que sería obligatorio para el oferente, lanzar una OPA por el resto de las acciones en el mercado. El primer caso es si una persona adquiere un porcentaje equivalente o superior al 30% de los derechos de voto de la compañía. El segundo caso se presenta cuando una persona, bien sea de forma individual o en conjunto con otros accionistas, posea entre el 30% al 50% de la participación con derecho a voto y busque aumentar su participación adquiriendo acciones de diferente clase a las que actualmente posee, que le permita

---

<sup>43</sup> Principios Generales City Code

umentar su participación sin necesidad de que estas nuevas acciones tengan derecho a voto. La oferta deberá ser comparable en las diferentes clases de acciones que haya pues la OPA debe ser lanzada por el 100% del capital de la compañía, lo que significa que deberá ser lanzada por todas las clases de acciones que haya en el mercado. Para definir el precio de las diferentes clases el Panel deberá ser consultado antes de realizar la oferta<sup>44</sup>.

Es importante reiterar que, si bien en estos dos casos es obligatorio lanzar la oferta, el Panel podría bajo su consideración exonerar a las Partes de tener que lanzar una OPA. Así mismo, si el oferente decide de manera voluntaria hacer una oferta a todos los accionistas que tengan acciones con derecho a voto y así adquirir la compañía, no será necesario que lleve a cabo lo establecido en el artículo noveno, y deberá cumplir con el procedimiento de OPAS voluntarias contenido en el *City Code*.

## B. PROCEDIMIENTO PARA PRESENTACIÓN DE LA OFERTA

Buscando precisamente una transparencia en la oferta, el *City Code* establece que cuando se vaya a realizar una oferta de adquisición, se le debe notificar a la administración de la compañía sujeto de la OPA antes de hacer el anuncio público. Esta notificación se debe hacer a la Junta Directiva, hasta que no se le informe a tal Junta, el oferente no podrá hacer pública su oferta. Si bien no es necesario que la Junta Directiva autorice al oferente a realizar la oferta, sí le permite a la compañía estructurar un plan de acción frente a la manera en que afrontarán la oferta pública de adquisición. La identidad del oferente no puede ser secreta, esta tiene que ser revelada a la Junta Directiva<sup>45</sup>.

Hasta que no se haga un anuncio de la oferta, todas las personas que sepan que esta se va a llevar a cabo deben mantener completa confidencialidad sobre esto, especialmente con respecto a la información relacionada con el precio, puesto que una revelación de esta información puede alterar el mercado. El anuncio de la oferta deberá hacerse cuando:

1. Ya se le notificó a la Junta Directiva de la compañía ofertada
2. Inmediatamente cuando se adquiriera un porcentaje en acciones que dé lugar a una OPA obligatoria.

---

<sup>44</sup> Regla 9, City Code

<sup>45</sup> Regla 1, City Code

3. Cuando luego de que se le informa a la Junta Directiva de la posible oferta, la compañía se vuelve sujeto de rumores o especulaciones o hay un cambio en el precio de las acciones.
4. Cuando, antes de anunciar a la Junta Directiva la OPA, compañía se vuelve sujeto de rumores o especulaciones o hay un cambio en el precio de las acciones en el cual se tiene sospecha que son rumores atribuibles a acciones del posible oferente.
5. Cuando las negociaciones o las discusiones relacionadas a la posibilidad de una posible oferta de adquisición de acciones se van a extender a más de un pequeño grupo de personas.
6. Cuando se está buscando a un comprador que tenga interés en comprar el 30% o más de las acciones con derecho a voto de la compañía o cuando la Junta Directiva esté buscando uno o más oferentes y la compañía este siendo sujeto a rumores o cambios en el precio de las acciones o cuando el número de potenciales oferentes está a punto de incrementar a más de un número limitado de personas.

Una vez hecho el anuncio, el oferente tendrá 28 días para anunciar una intención firme de realizar la oferta o anunciar que no tiene intención de realizar la oferta. Si hubiese intención de realizar una OPA competitiva, el oferente de esta nueva OPA tendrá hasta 53 días para anunciar su intención firme de lanzar una OPA por la misma compañía sujeto de esta. Para que haya una OPA competitiva, debe haber antes un anuncio por un oferente distinto al que lanza la nueva OPA. El primer oferente sí se debe ajustar a los términos inicialmente presentados.

Cuando se anuncie una intención firme de hacer la oferta, el anuncio debe contener los términos de la oferta, la identificación del oferente, las condiciones o precondiciones a las que está sujeta la oferta y todos los datos relacionados a la oferta (acuerdos, condiciones y detalles), la forma en que se pagarán las acciones, confirmación de los asesores financieros entre otras cosas<sup>46</sup>.

La OPA obligatoria solo podrá estar condicionada a que el oferente reciba aceptación de por lo menos el 50% de las acciones con derecho a voto de la compañía. En caso de que

---

<sup>46</sup> Regla 2, City Code

el oferente quiera condicionar la oferta a otros términos, cuando esta es obligatoria, deberá contar con la autorización del Panel<sup>47</sup>.

Así mismo, es pertinente señalar que el *City Code* presenta como obligación que, si un oferente que esté comprando acciones que representen el 50% de la participación política de la compañía, deberá comprar las acciones que representen por lo menos el 50% de la participación de capital incluyendo los diferentes tipos de acciones de la sociedad, no solamente las acciones con derecho a voto.

### C. DURACIÓN Y PRECIO DE LA OFERTA

En el caso de las OPAS obligatorias, la compensación se debe hacer en dinero o por lo menos se debe ofrecer la posibilidad de pagar en dinero. El precio al que debe hacer esta oferta debe ser por un monto igual o superior al mayor precio que el oferente o alguna persona asociada a este, hayan pagado por el tipo de acción que van a lanzar la oferta, en los últimos 12 meses<sup>48</sup>. Si la oferta debe ser lanzada por diferentes tipos de acciones, el precio deberá ser consultado con el Panel.

La duración de las OPAS deberá ser por lo menos de 21 días y si llegase a haber una “*Revised Offer*” o modificación a la oferta, esta tendrá una duración mínima de 14 días. En el caso de Inglaterra, las OPAS también son irrevocables. Esto quiere decir que, una vez hecha la oferta, esta no puede ser retirada sin el consentimiento del Panel.

### D. MANEJO DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OFERTA

El *City Code*, como busca proteger a los accionistas, establece que la Junta Directiva deberá obtener una asesoría externa para determinar si los términos financieros de la oferta son justos y razonables. El examen del asesor externo deberá ser puesto a consideración de los accionistas, independiente si está a favor o en contra de la posición de los miembros de la Junta Directiva. Esto es determinado ya que se busca brindarle al accionista la posibilidad de tomar una decisión informada y fundamentada en información veraz, confiable y favorable para él<sup>49</sup>. Asimismo, una vez realizada la notificación a la Junta Directiva, la administración de la compañía deberá publicar en el periódico nacional, una

---

<sup>47</sup> Regla 9, City Code

<sup>48</sup> Regla 9, City Code

<sup>49</sup> Regla 3, City Code

notificación sobre tal posible oferta. Además de publicarlo en el periódico, la administración se debe encargar de hacerle llegar una copia a sus accionistas donde se les informe de la posible oferta que se va a realizar. Una vez emitido el concepto de la firma externa, la administración de la compañía ofertada deberá exponer una posición bien sea a favor, en contra o una posición neutra frente a la OPA. Deberá exponer sus argumentos y estos deberán estar encaminados a la protección de la compañía y de sus accionistas.

#### E. MÉTODOS DE DEFENSA ANTE LA OFERTA

Finalmente, como el *City Code* busca que las transacciones sean las más justas y transparentes posibles, está prohibido que la administración tome una posición de defensa ante la OPA que pueda resultar en el fracaso de la oferta inicial, a diferencia del sistema en Estados Unidos. La administración puede buscar otra compañía que lance una oferta competitiva, sin embargo, la información que le dé a esta compañía debe ser la misma que le entregue al oferente inicial. No puede favorecer a la segunda compañía con información privilegiada que no tiene el oferente inicial. De esta manera, es permitido que haya OPAS competitivas, pero no estrategias de defensa que puedan entorpecer la oferta.

### **CAPÍTULO 3: DERECHO COMPARADO, PROBLEMAS Y POSIBLES SOLUCIONES EN EL DERECHO COLOMBIANO**

#### **I. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES: DERECHO COMPARADO ENTRE LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA, LA LEGISLACIÓN AMERICANA Y LA LEGISLACIÓN INGLESA.**

En términos del profesor inglés H.C. Gutteridge, el derecho comparado es un proceso de contraste entre dos o más legislaciones, cuyos resultados no presentan ninguna implicación jurídica ya que no se forma un cuerpo de normas distintas o un área específica del derecho a raíz de los resultados de la comparación entre las legislaciones<sup>50</sup>. Sin embargo, es una herramienta que permite identificar similitudes y diferencias entre sistemas normativos, así como oportunidades de mejora legislativas sobre temas específicos.

Como se ha mencionado previamente, la finalidad del presente trabajo es encontrar oportunidades de mejora en la regulación frente a las OPAS en Colombia. Es por esto por lo que, una vez analizado el sistema regulatorio de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones en Colombia, Estados Unidos, Chile, Perú, México e Inglaterra, es posible identificar la problemática actual frente a la legislación colombiana y los vacíos en esta. Asimismo, por medio del derecho comparado, encontramos herramientas suficientes para presentar posibles soluciones y mejoras al sistema normativo de nuestro país.

Con esta finalidad, en el presente capítulo analizaremos las similitudes y diferencias entre las legislaciones previamente mencionadas para posteriormente presentar las oportunidades de mejora del sistema colombiano en lo referente a las OPAS.

#### **A. SIMILITUDES Y DIFERENCIAS ENTRE LAS LEGISLACIONES**

Para poder identificar finalidades de mejora en la legislación colombiana, se vuelve necesario hacer una comparación entre los diferentes sistemas normativos estudiados. Para esto, se utilizarán los criterios de la obligatoriedad de la OPA y los casos en que debe ser lanzada, los requisitos que debe cumplir la oferta, la duración de estas, el precio,

---

<sup>50</sup> Gutteridge, H. C., *Comparative Law. An Introduction to the Comparative Method of Legal Study & Research*, Cambridge, Cambridge University Press, 1946, p. 1.

ante quien se debe informar sobre la oferta, el manejo que le debe dar la compañía y frente a los métodos de defensa ante la OPA en los diferentes países estudiados.

Tanto en Colombia, como en los demás países de América e Inglaterra, se cuenta con un sistema de OPAS mixtas en donde en casos específicos tienen carácter obligatorias, pero pueden también ser lanzadas de manera voluntaria. Es decir, si bien en todos los países estudiados, incluyendo Colombia, tienen un sistema de OPAS obligatorias en situaciones específicas, las personas pueden también lanzar OPAS así no incurran en una causal de obligatoriedad.

Frente al proceso de radicación de la oferta, la mayor diferencia se evidencia entre Colombia e Inglaterra pues en Inglaterra es necesario acudir a la Junta Directiva de la compañía e informarle de la intención de lanzar una OPA antes de revelar tal información al mercado de valores. Sin embargo, el proceso frente a los demás países es muy similar pues se debe presentar la oferta ante la entidad competente en cada país y luego hacer un anuncio público frente a la oferta en donde se le informe al mercado los términos y condiciones referentes a la OPA. Revelar la intención de la OPA ante la Junta Directiva puede presentar efectos positivos para la compañía ofertada pues podrían tomar acciones de defensa que permitan proteger su interés y el de sus accionistas, lo que les permite estar preparados. Sin embargo, esto podría generar un impacto negativo en el oferente pues está revelando su intención de lanzar la OPA antes de efectivamente lanzarla por lo que podría ponerse en riesgo la operación para el oferente, ya que información confidencial que altere el mercado de valores podría ser revelada con la intención de que no se realice la OPA, o la compañía podría tomar medidas preventivas como la compraventa de activos importantes de la sociedad entre otros métodos de defensa que serán explicados con más detalle adelante..

En lo respectivo a la duración de la oferta, los plazos en los diferentes países son muy similares. Colombia tiene la menor cantidad de días mínimos que debe durar la oferta, sin embargo, la diferencia no supera los 10 días entre los países estudiados. A pesar de esto, en algunos países no se establece un máximo de días que debe durar la OPA como es el caso de Estados Unidos, Perú, México e Inglaterra.

En lo referente al precio de la oferta, la mayoría de los países se asemejan en que, si el oferente no realizó compras de acciones de la compañía entre los 3 a 12 meses antes de la OPA, el valor mínimo de compra debe ser un monto superior al valor del mercado de acciones. Sin embargo, en Colombia el valor debe ser el monto más alto que el oferente haya pagado en los tres meses antes de la oferta mientras que en Estados Unidos, Perú y México no se regula el evento en que se haya adquirido acciones antes de la oferta. En cambio, en Chile e Inglaterra se debe ofrecer la compra por un monto igual o superior al pagado por el accionista en los 90 y 360 días respectivamente antes de la OPA. Una diferencia fundamental frente al precio la encontramos frente a la legislación chilena puesto que en Chile, si el oferente llegase a comprar más acciones de manera posterior a la OPA dentro de los 120 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación, y esta compra se hiciese por un mejor precio que el de la OPA, este deberá igualar las condiciones a quienes le vendieron en la OPA por un precio inferior.

Frente al manejo que le debe dar la compañía a la oferta es donde encontramos una mayor diferencia, pues en Colombia no es necesario que la administración entregue una opinión fundamentada que guíe a los accionistas frente a la toma de decisiones mientras que en el resto de los países sí es necesario. Incluso, en el caso de Inglaterra y en algunos casos de México es necesario que la opinión de la Junta Directiva venga acompañada de una opinión externa contratada por la compañía. Esto permite que los accionistas tomen una decisión fundamentada en criterios objetivos.

Por último, frente a los métodos de defensa ante a la oferta, encontramos que en Colombia no hay mayor acción que se encuentre reglamentada que pueda ser realizada por las compañías ofertadas frente a una OPA. Sin embargo, Estado Unidos, Chile e Inglaterra sí permiten una clase de reacción frente a la OPA que permite proteger los intereses de la compañía si esta considera que la OPA no es la mejor opción para sus accionistas. El caso colombiano se asemeja al caso peruano y mexicano en este aspecto pues no cuentan con mecanismos de protección diferentes a las OPAS competitivas, pero que bien podrían implementar algunos mecanismos.

## II. PROBLEMÁTICAS EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA SOBRE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

Ahora bien, una vez estudiada la realidad jurídica sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones en Colombia, las semejanzas y diferencias de este régimen con los de otros países como Estados Unidos, Reino Unido, Perú, México y Chile, es necesario resaltar algunos problemas normativos o incluso vacíos con los que se enfrentan las sociedades colombianas y sus accionistas y brindarles posibles soluciones con ayuda del derecho comparado. Así las cosas, tomaremos problema por problema, explicándolo y brindando una salida viable para nuestra legislación.

### A. VERIFICACIÓN DE LA VERACIDAD DE LA INFORMACIÓN EN LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

Uno de estos problemas que vemos en la legislación colombiana y, que de hecho es un vacío normativo, es que al momento de la radicación de la solicitud ante la Superintendencia Financiera de Colombia por parte del tercero o del accionista, esta entidad verifica que los requisitos que exige la ley si se esté cumpliendo. Sin embargo, la veracidad de la información no se verifica. Por un lado, si se le delegara esa función a la Superintendencia Financiera de Colombia, esta no tendría la capacidad logística para hacerlo, puesto que ya cuenta con suficientes obligaciones. Si se pensara en que esta función se la podría delegar a la Bolsa de Valores de Colombia, esta entidad no sería la indicada pues esta se encarga de servir de lugar de negociación, mantener en funcionamiento el mercado, y fomentar transacción de títulos valores entre otros. Así las cosas, se podría tomar el caso de Estados Unidos, que, al momento de realizar una oferta pública de adquisición de acciones, o “*tender offer*” en inglés, se realiza un “*due diligence*” o un proceso de debida diligencia por parte de una firma de abogados.

El *due diligence* es un proceso de auditoría que se realizaría, en este caso, a la sociedad o persona que va a lanzar la OPA, verificando que toda la información plasmada en la solicitud sea verídica. Esto, claramente, va de la mano con el principio de transparencia. Esto último tiene sentido cuando pensamos que las ofertas públicas de adquisición de acciones son, precisamente, un proceso público y por este motivo es que el ejercicio debe ser

transparente con la finalidad de que el accionista al cual está dirigida la oferta, tenga entonces acceso a toda la información por parte del oferente para conocer el alcance de dicha propuesta, y que, siendo esto más importante, aquella información que ofrece el inversionista sea verídica.

De esta manera, es cómo encontramos uno de los vacíos legales más importantes en la regulación de este mecanismo y se propone, como sucede en Estados Unidos, una solución viable y, que, de hecho, no es extraña a nuestro país. En efecto, es muy común, a la hora de llevar a cabo procesos de fusión o adquisición, por ejemplo, realizar un proceso de debida diligencia o también llamado auditoría legal, con el fin de analizar el estado actual de la sociedad o persona inversionista y saber si está o no en las capacidades (entre esas económicas), de cumplir con lo que menciona en la solicitud que va dirigida a la Superintendencia Financiera de Colombia.

De hecho, para sustentar esta propuesta, en la Circular Externa 015 de 2021 Parte III, Título I, Capítulo II, existe precedente en cuanto a esta auditoría legal, llamada “Prospecto de Información”. Este prospecto, es un documento donde está toda la información exigida en la circular, para los emisores de valores, y la cual deberá tener veracidad, coherencia y pertinencia. De igual manera, la circular permite que exista la opinión de terceras personas, siendo esto un precedente para incentivar el hecho de que sea una firma legal quien se encargue de realizar una auditoría legal en una oferta pública de adquisición de acciones.

Asimismo, en el artículo 6.15.2.1.13 del Decreto 2555 de 2010, establece que en el cuadernillo de la oferta, el cual debe elaborar el oferente de la OPA, debe tener la constancia del oferente o del asesor en la banca de inversión donde se certifique la veracidad del contenido del cuadernillo y, que además, no se presenten omisiones, imprecisiones o errores en la información.

## B. REGLA DE LA PASIVIDAD

Otro gran inconveniente que posee actualmente el sistema legal colombiano en cuanto a las ofertas públicas de adquisición de acciones es lo que comúnmente se llama el deber de pasividad. Al momento de lanzar una OPA, el Decreto 2555 de 2010, en el artículo 6.15.2.1.19, establece algunas prohibiciones a la sociedad y sobre todo a los

administradores, tales como la realización de negocios jurídicos que dispongan bienes por un valor igual o superior al 5% del total del activo (esto hace referencia directa al mecanismo defensivo que lo veremos más adelante denominado “Joya de la Corona”), o incluso, se prohíben las operaciones que puedan variar notoriamente el precio y también aquellos actos que estén por fuera del giro ordinario de las circunstancias. De igual manera, tampoco se regula en el Decreto la importancia de los administradores aporten su opinión en cuanto al beneficio de aceptar o no la OPA. Esto último es a lo que se refiere cuando se habla del deber de pasividad, es decir, que los administradores, para no afectar el devenir de la OPA o las condiciones en las que esta fue lanzada en un principio, siguen actuando bajo el giro ordinario de las circunstancias.

Si bien esto es una protección para quien lanza la OPA, pues el entorno y las circunstancias sobre los cuales se lanzó la oferta pública de adquisición, continuarían siendo los mismos mientras esta llegue a su fin; sin duda es una desventaja grande para los accionistas y sobre todo aquellos que son minoritarios. Si bien es real que los accionistas son los que deberían velar por sus propios intereses y son estos, en últimas, quienes deberían (y en la actualidad lo hacen) tomar la decisión si venden o no sus acciones en la oferta pública de adquisición de acciones; también es cierto que los administradores son aquellas personas idóneas y especializadas a quienes los accionistas decidieron nombrar por su conocimiento y amplia trayectoria en el mercado, para, precisamente, tomar las condiciones más ventajosas para la sociedad. Adicionalmente, son los administradores quienes conocen la información interna sobre el valor de la sociedad y su rumbo en los negocios. Así las cosas, el deber de pasividad no debería ser absoluto para los administradores, pues son estos quienes les pueden dar una guía a los accionistas sobre los posibles efectos, beneficios y/o perjuicios de adherirse a la OPA. Sin mencionar, algo supremamente importante, y es que los administradores tienen un deber de lealtad y diligencia hacia la sociedad, y deben obrar en interés de esta; lo que se traduciría casi siempre en que se obra finalmente, en beneficio de los accionistas indirectamente.

Así las cosas, y teniendo en cuenta el derecho comparado, el deber de pasividad no debería ser absoluto para los administradores, quienes, se propone en este escrito, deberían emitir un concepto sobre la OPA lanzada para los accionistas y darles una orientación para la toma de su decisión. Este concepto, por ejemplo, en Inglaterra es denominado una circular. De conformidad con la regla 25 del *City Code on Takeovers and Mergers*, se les impone el deber a los administradores de publicar esta circular para ofrecerles a los accionistas su

opinión sobre la OPA y pueden considerar en aquella circular los factores que ellos consideren pertinentes. En esta legislación, los administradores cuentan con un plazo de catorce días contados a partir de la publicación del anuncio de la OPA. De igual manera, este concepto también es usado en Francia y se conoce como “*Note en Réponse*”, donde los administradores dan su opinión sobre la OPA o incluso lo hace también el órgano que lo vigila. Incluso, esto es usado también en Estados Unidos y se conoce como “*Recommendation Statement*”, de conformidad con lo previsto en la *Securities Exchange Act* de 1934 y se emite dentro de los diez días hábiles siguientes al comienzo del periodo de la OPA. En el caso estadounidense, este concepto debe seguir un modelo específico muy amplio y los administradores deben indicar expresamente si recomiendan o no a los accionistas adherirse a la OPA, e incluso deben recomendar cualquier otra medida con relación a esta situación. Evidentemente, esto debe estar fundamentado por parte de los administradores, quienes deben proporcionar argumentos específicos.

De esta manera, imponer el deber a los administradores de expresar sus opiniones frente a la OPA, teniendo en cuenta que son estos quienes cuentan con el conocimiento idóneo para llevar a la sociedad a buen puerto, es necesario. Y, aunque sería contrario al deber de pasividad, para los accionistas y sobre todo los minoritarios, sería de gran utilidad.

Finalmente, en lo que atañe al deber de pasividad, es necesario mencionar que cuando los accionistas se encuentran frente a una OPA hostil, muchos de los mecanismos de defensa para atacar este tipo de OPA, que ya se mencionaron en el primer capítulo, pero serán profundizados más adelante, no serían permitidos pues se podría malinterpretar la finalidad. Así las cosas, y teniendo en cuenta que una de las bases de este deber de pasividad es la imposibilidad de realizar actos o negocios jurídicos por fuera del giro ordinario de las circunstancias, no se podría entonces aplicar el mecanismo de la venta de la joya de la corona, o el cual provocaría la pérdida de interés en el oferente de realizar la OPA.

Así las cosas, si bien el deber de pasividad busca proteger en parte al inversionista que lanza la OPA, para mantener a la sociedad en unas condiciones de igualdad durante todo el transcurso de la OPA; y al mismo tiempo al accionista para que los administradores no tomen decisiones por ellos; vemos que un deber de pasividad absoluto no es conveniente. Se debería entonces reglamentar sobre el deber de los administradores en expresar su opinión profesional y argumentada para dar una luz en la decisión de vender o no vender

por parte de los accionistas. Adicionalmente, algunos mecanismos en pro de los intereses de los accionistas para evitar OPAS hostiles no podrían ser usados teniendo en cuenta un deber de pasividad absoluto.

Sin embargo, aunque es cierto que la pasividad debe ser moderada en el sentido que ya los vimos; también es necesario mencionar que todas las medidas preventivas y defensivas frente a una OPA hostil que pueden o no tomar los administradores, estarán permitidas o no, dependiendo de qué tan flexible sea la pasividad en la legislación.

### C. MEDIDAS PREVENTIVAS Y DEFENSIVAS ANTE UNA OPA HOSTIL

Se hace entonces, necesario abordar en profundidad una de las problemáticas que vive actualmente Colombia y, el derecho comparado en general y son las OPAS hostiles o también llamadas en inglés "*hostile takeover*" y las medidas de protección que puedan o no tomar los administradores ya sea para prevenir una OPA de este tipo o defenderse en caso de que se esté ante una. Estas medidas, ya sean de prevención o de defensa, traen consigo un interrogante bastante problemático: ¿Es legal que la administración de una sociedad la blinde de tal manera que pueda evitar o prevenir el lanzamiento de una OPA hostil, o bien tomar acciones para defenderse de una? Recordemos que tanto en Colombia, como en muchas otras legislaciones existe el deber de pasividad, que, teniendo sus ventajas y sus desventajas, busca proteger al accionista de los administradores para que este sea quien, en últimas, tome la decisión de vender o no las acciones al inversionista. Este análisis es fundamental llevarlo de la mano con los deberes que tienen los administradores en el artículo 23 de la ley 222 de 1995, puesto que estos deben velar única y exclusivamente en pro del bienestar de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de los asociados. Así las cosas, frente a una OPA hostil, que usualmente se da cuando no se ha sabido administrar de manera adecuada una sociedad, si los administradores ponen en marcha estas medidas, en las cuales se profundizará, estarían, posiblemente, violando sus deberes al no velar por los intereses de la sociedad sino por los intereses propios.

Así las cosas, se hace necesario en este punto final, mirar aquellas medidas preventivas y defensivas que, sin estar reguladas en la legislación colombiana, podrían o no ser usadas y tomadas del derecho comparado.

a) MEDIDAS PREVENTIVAS:

1. **PÍLDORA VENENOSA O “POISON PILLS”:** Esta medida, que también es conocida como “Plan de Derechos de los Accionistas” consiste en la emisión de acciones por parte de la sociedad a favor de los accionistas con ciertos derechos que se encuentran sometidos bajo condición suspensiva. La condición para hacer eficaz los derechos que confieren estas acciones es que una OPA sea materializada. Estas acciones son emitidas a un muy bajo precio, y trae como consecuencia que se diluya la participación pretendida por el inversionista que lanzó la OPA. Frente a esta nueva realidad, la inversión que pretende realizar el inversionista se volvería muy onerosa puesto que ya no tendría la participación que pretendía ni el control, afectando entonces las condiciones iniciales sobre las cuales se pretendía lanzar la oferta. Recordemos que las OPAS hostiles, normalmente son lanzadas para obtener el control de una sociedad.

Esta estrategia fue usada por primera vez en 1984 por el abogado Marty Lipton y en 1985 la Corte Suprema de Delaware declaró por primera la vez la validez de este mecanismo en el caso Morán VS Household International. Su uso, a pesar de ser controversial, ha sido exitoso sobre todo en Estados Unidos para prevenir las OPAS hostiles e incentivar la generación de OPAS amistosas. Sin embargo, es necesario aclarar que el éxito de este tipo de medidas dependerá de la ley en donde sea aplicada y qué tan abierta esté la legislación, puesto que el hecho de que los administradores, y no los accionistas, puedan bloquear un lanzamiento de OPA es bastante controversial, teniendo presente la regla de la pasividad.

Ahora bien, si los administradores, cobijados por la ley colombiana, acuden a esta medida, y teniendo en cuenta que esto es de manera preventiva, es completamente viable si deciden hacer uso de esta técnica siempre y cuando busquen el bien de la sociedad. Este mecanismo, de ser permitido en nuestra legislación, debería estar acompañado de lo que se estudió, que es la opinión sustentada de la administración en cuanto a si los accionistas deben o no aceptar la oferta.

2. **MODIFICACIONES EN LOS ESTATUTOS:** Esta medida no pretende evitar completamente la toma de control por parte de otro inversionista, pero si buscar

retrasar o dificultar la toma por parte de un tercero. Este si es una medida preventiva claramente y de ahí que se denomine también “Repelente de Tiburones”. Entre las reformas más usadas se encuentran: mayorías calificadas para decidir sobre ciertos acuerdos (como por ejemplo una fusión); la prohibición de remover a la junta directiva salvo por justa causa; o inclusive el derecho que podrían tener todos los accionistas a recibir un “precio justo” por las acciones en caso de una OPA hostil (este mecanismo podría funcionar muy bien en caso de presentarse una OPA escalonada, sobre todo para aquellos accionistas que venderían en la primera OPA, puesto que son estos los que reciben un menor precio por las acciones).

Otra de las modificaciones estatutarias que funciona, por ejemplo, muy bien en países como España, es la limitación a los derechos de voto a un porcentaje máximo de acciones. Conforme a esto, ninguna accionista que posea acciones con derecho a voto puede ejercer ese derecho por más de cierto porcentaje de las acciones, por ejemplo, un 20% aunque tenga más.

3. **ACCIONES PRIVILEGIADAS:** Esta medida que también es efectiva y totalmente preventiva, y que no sería tan problemática en relación con el deber de pasividad es la creación de acciones privilegiadas haciendo referencia a que solo aquellos quienes adquieran estas acciones tendrán el poder de aprobar determinadas transacciones.
4. **INDEMNIZACIONES DE ADMINISTRADORES:** Esta medida, también denominada “Golden parachute o Paracaídas de Oro” consiste en la celebración de unos acuerdos entre los administradores y la sociedad en el sentido de que cuando llegues una OPA realizada por un tercero y esto traiga como consecuencia el despido o la terminación del contrato de dicho administrador, la sociedad deba pagarle a este una indemnización considerable de dinero. Sin embargo, se ha discutido si verdaderamente este mecanismo constituye una medida que prevenga o evite una oferta pública de adquisición. Esto debido a que, por un lado, el precio a pagar no es tan significativo si se compara con el valor de la compra de acciones; y adicionalmente, es un valor por el cual los administradores, normalmente, estarían a favor de la OPA.

Frente a la legislación colombiana y teniendo en cuenta que el contrato de sociedad, de conformidad con el artículo 110 numeral 14 del Código de Comercio, está alineado con la autonomía de la voluntad y que los socios o en este caso, accionistas, en los estatutos pueden pactar lo que más les convenga, siempre que no sea contrario a la ley; el legislador podría perfectamente regular las modificaciones en los estatutos, la emisión de acciones privilegiadas y las indemnizaciones a los administradores, como medidas preventivas para evitar una OPA hostil, e incluso, si no los regula, hoy en día las sociedades podrían optar por estas medidas de conformidad con lo ya mencionado y teniendo en cuenta que no están prohibidas en la ley.

b) MEDIDAS DEFENSIVAS:

1. **BÚSQUEDA DE OPA COMPETIDORA:** También llamado “Caballero blanco o White Knight”, es un mecanismo que tendiente a realizar una búsqueda de un inversor amistoso, por parte de la administración o de los accionistas, y que realice una OPA competidora. En este caso debemos recordar entonces que la OPA competidora que sería a su vez una OPA amistosa, debe cumplir con los requisitos vistos en el capítulo 1 de este trabajo, entre esos, que el precio ofrecido por las acciones sea mayor.

Esta medida defensiva ya se encuentra regulada por el legislador colombiano y puede usada por los administradores, ya que sería la administración quien buscaría una mejor opción de oferta que beneficie tanto a los accionistas, por poder tener un mejor precio sobre cada acción, y beneficiaria, asimismo, a los administradores por tratarse de una OPA amistosa.

2. **LA JOYA DE LA CORONA:** Cuando se presenta una OPA hostil, esta también puede ser combatida a través del mecanismo de la Joya de la Corona. Se trata esencialmente de transferir activos importantes que tenga la sociedad a favor de un tercero y usualmente está sometida, como otros mecanismos, a condición suspensiva de que se formule una OPA de este tipo. Esto tendría como efecto, que

las condiciones en las cuales fue lanzada la OPA inicialmente cambien por completo, lo cual hace que la situación económica de la sociedad pierda interés para el inversionista

3. **ADQUISICION DE ACTIVOS Y ENDEUDAMIENTO:** Otra de las maneras en las que las sociedades pueden hacerle frente a una OPA hostil es a través del endeudamiento de la sociedad. En este caso, la sociedad se endeudaría para distribuir los recursos a los accionistas o bien sea para adquirir activos para la sociedad.

Estas últimas dos medidas, la “Joya de la Corona” y la “Adquisición de activos y endeudamiento” por el contrario, y como ya lo habíamos previsto anteriormente, no sería viable para los administradores de conformidad con el artículo 6.15.2.1.19 numeral 5 el cual establece que *“el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos (...) Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.”* Sin mencionar que no se cumpliría con los deberes de los administradores anteriormente explicados.

4. **OPA SOBRE EL OFERENTE:** Una modalidad que es relativamente poco usada en la práctica es el lanzamiento de una oferta pública de adquisición de acciones sobre el oferente hostil. Este mecanismo también es llamado defensa Pac-Man.
5. **PERSUASIÓN:** Otra de las maneras de oponerse a una OPA es la persuasión que ejerce la administración o junta directiva a los accionistas de no vender las acciones. Si pensamos en el deber de diligencia y lealtad que deben tener los administradores y la práctica de lanzar una Circular como lo llaman en Inglaterra o *“Note en Réponse”* en Francia, cabría en este mecanismo de persuasión, que adicionalmente, es muy frecuente como lo vimos y eficaz.
6. **LITIGIO:** Finalmente, otra manera de combatir una OPA hostil lanzada es demandar la ilegalidad de este si faltó información o documentación que por ley se exige. Sin embargo, este mecanismo debe verse caso por caso.

Estos últimos tres mecanismos, la “OPA sobre el Oferente”, la “Persuasión”, y el “Litigio” pueden también ser perfectamente regulados y aplicados en nuestra legislación. Entendiendo que en la OPA sobre el oferente se debe verificar si la compañía está lo suficientemente robusta en términos económicos para lanzar una OPA y si es, además, lo que más le conviene a la compañía. Ahora bien, mientras que no sea regulado por el legislador, se podrían implementar sin ningún tipo de inconveniente ya que no se encuentran prohibidas en la ley.

•

A pesar de lo mencionado anteriormente, y de determinar qué opciones se podrían o no abordar actualmente en Colombia a pesar de no estar legisladas, e incluso haber visto la posibilidad de incluirlas en nuestra legislación; las medidas preventivas y defensivas en una OPA hostil no dejan de ser controversiales por el conflicto de interés ya visto que se genera entre los administradores y los accionistas. Esto trae como consecuencia que los autores y las legislaciones se cuestionen sobre la licitud de estos mecanismos puesto que, en ocasiones, los administradores por buscar su bienestar olvidan su deber de buscar el mayor beneficio para la sociedad.

Sin embargo, este problema respecto al conflicto de intereses y las medidas tomadas para prevenir o afrontar una OPA pueden tener una solución que desde ya se ha venido aplicando en el derecho de Estados Unidos, especialmente el derecho societario desarrollado en Delaware, y que es muy viable en el derecho colombiano: el “*Business Judgement Rule*” o la Regla de Discrecionalidad. Como es bien sabido, en Estados Unidos, al igual que en Colombia, los administradores de las sociedades están protegidos frente a los accionistas con respecto a las decisiones que ellos mismos tomen, es decir los administradores, sobre el manejo y control de la sociedad. Lo anterior teniendo en cuenta, según el derecho estadounidense, que se deben seguir estos tres pasos: a. Que el administrador actúe de buena fe, b. Que el administrador esté informado de la materia objeto de estudio en la manera en la que un funcionario lo haría de manera prudente; y c. Con la creencia razonable que el administrador está actuando en pro del interés de la sociedad.

Ahora bien, adicional a este principio que también es aplicado en Colombia, la corte de Delaware ha desarrollado el análisis de proporcionalidad, por primera vez en el caso

Unocap Corp VS Mesa Petroleum Co., justificando la legalidad de las medidas defensivas que toman los administradores cuando se encuentran frente a una OPA. Conforme a la regla de proporcionalidad, el administrador debe probar que existía un conocimiento o bases razonables para pensar que la sociedad podría estar frente a un peligro efectivo con respecto a la OPA. Adicionalmente, es necesario que las medidas que adopten los administradores sean proporcionales con la amenaza que causa la OPA. Es entonces como se justifica que los administradores utilicen todas las medidas preventivas o defensivas vistas anteriormente si consideran que la sociedad, y por ende los accionistas, se encuentra en peligro cuando se presenta una OPA.

Finalmente, vemos una posible solución al vacío existente en la legislación colombiana en cuanto a las maniobras defensivas y preventivas que puede adoptar la administración en relación con la oferta pública de adquisición de acciones, y la manera también en la que los administradores actuarían bajo el principio de discrecionalidad, pero también bajo el principio de proporcionalidad desarrollado en Estados Unidos que perfectamente se podría adaptar al modelo colombiano.

#### D. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES ESCALONADAS

Ya habiendo visto en el primer capítulo la OPA escalonada y su funcionamiento, es necesario abordar la problemática que este mecanismo trae detrás. Recordemos que en esta modalidad de OPA el inversionista lanza una primera oferta por un precio bajo o por el que actualmente se cotiza en bolsa. Luego de adquirir ciertas acciones y aumentar un poco el valor de la sociedad, lanza una segunda y hasta una tercera por un precio mucho más elevado, volviendo así la oferta mucho más atractiva para los accionistas y lograr obtener una mayor participación en la sociedad. El problema recae sobre ¿qué tan justo es para el accionista que vendió en la primera o segunda oferta y que no tenía conocimiento que se lanzaría una segunda o incluso hasta una tercera oferta?

Es por esto, y otras razones vistas anteriormente, que el hecho de que los administradores participen en el proceso de la oferta es clave, puesto que, con su conocimiento profesional y experticia en el objeto, podrían guiar al accionista (sobre

todo a aquel que es minoritario y no tiene mucha participación en la sociedad) a tomar una decisión objetiva y fundamentada. Un mecanismo para poder evitar que los accionistas vendan a la primera oferta, es la emisión por parte de la administración de la Circular (Inglaterra) o de la *Note en Réponse* (Francia).

#### E. CRITERIOS AMBIENTALES; SOCIALES Y DE BUEN GOBIERNO

Los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno son otro factor importante para tener en cuenta en la legislación Colombia para crear más valor en las sociedades. Este no es propiamente un problema actual en nuestro país, pero si pudiera llegar a serlo a la hora de que los inversionistas tengan en cuenta a las sociedades donde realizarían sus aportes si las sociedades no los incorporan a tiempo.

Si bien es cierto que, al momento de realizar una oferta pública de adquisición de acciones, es importante tener en cuenta cómo se encuentra la sociedad en relación con el tema económico; también es menester abordar los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, abreviados como los criterios ASG o ESG por sus siglas en inglés. Estos criterios, que cada vez son más relevantes en Estados Unidos, ayudan a elevar el valor de la compañía. Un claro ejemplo de ello es la oferta pública de adquisición de acciones de Ecopetrol donde obtuvo el 51,4% de Interconexión Eléctrica S.A., más conocida como ISA; donde la adquisición permitiría el proceso de descarbonización, potenciar el uso de gas y podría facilitar la inversión por el hidrógeno verde como una posible fuente de energía. Todo esto teniendo que ver con uno de los criterios ASG: el ambiental. Así entonces, si bien Colombia no ha adoptado de manera fuerte y contundente estos criterios como si lo ha venido haciendo Estados Unidos, es necesario que cada vez más las sociedades asuman los criterios ASG para potenciar la estrategia corporativa y así poder atraer inversores que se podrían traducir en ofertas públicas de adquisición.

#### F. ACTUACIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN DE LA COMPAÑÍA FRENTE A LA OPA

Como ya bien lo analizamos anteriormente, buscando la transparencia de la transacción durante una oferta, consideramos que una oportunidad de mejora para la legislación colombiana en lo referente a la OPA es que se establezca como norma que la Junta Directiva o en su defecto, los que hagan las veces de administradores de la organización tengan que emitir una posición sobre la conveniencia de la OPA, los beneficios y consecuencias que puede llegar a tener para sus accionistas.

Esta decisión debería ir siempre fundamentada en análisis hechos por expertos financieros y legales independientes a la compañía que proyecten el valor real de la acción y el beneficio o consecuencias que representaría para el accionista vender su participación. Esto con el fin de que la compañía garantice transparencia al momento de emitir su concepto y no se llegase a entender el concepto como viciado por un conflicto de interés.

#### G. CREACIÓN DE UNA COMISIÓN DE “EXECUTIVES”

Por último, consideramos que se debería crear una comisión en la Superintendencia Financiera similar a la comisión de “Executives” de Inglaterra. Esta sería una comisión conformada por expertos con diferentes disciplinas como contadores, abogados, administradores, recursos humanos, entre otras, que trabajan en su día a día en organizaciones y compañías diferentes a la SFC y que tienen conocimiento de cómo funciona el mercado pero que también saben de los problemas diarios de las compañías lo que les permite tomar decisiones pensando no solo en el cumplimiento de los requisitos legales sino en el impacto que puede tener en el mercado de valores y en el desarrollo de la actividad de la compañía.

Esta comisión sería la encargada de aprobar o rechazar las ofertas de OPAS y de solucionar conflictos en caso de que estos existieren. Así mismo, son los encargados de supervisar que, durante la duración de la oferta, no se presenten actuaciones de mala fe que puedan afectar el desarrollo de la transacción y garantizar que la compañía actúe buscando lo mejor para sus accionistas.

## CONCLUSIONES

En los capítulos anteriores, específicamente en el capítulo primero nos dedicamos a estudiar la legislación colombiana y su desarrollo sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones. Luego, en el capítulo segundo, abordamos diferentes legislaciones de otros países cuyo desarrollo en el tema ha sido bastante notorio y avanzado. Países tales como Estados Unidos, Inglaterra, México, Chile y Perú fueron objeto de análisis y comparación respecto a nuestra legislación en este trabajo. Finalmente, en el capítulo tercero buscamos posibles soluciones en el derecho comparado que se pudieran aplicar a Colombia para llenar vacíos legales existentes y para mejorar la normativa actual que existe sobre las OPAS.

Así las cosas, es entonces pertinente concluir que, en primer lugar, en Colombia una oferta pública de adquisición de acciones es una operación en donde una o varias personas jurídicas y/o naturales les ofrecen a los accionistas de una compañía que cotiza en bolsa, la compra de estas acciones bajo unas condiciones específicas. Este mecanismo, de conformidad con el artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010, tiene lugar en dos ocasiones. La primera de ellas es cuando un inversionista de manera directa o indirecta se convierte en un beneficiario real de una participación igual o mayor al 25% del capital con derecho a voto de un emisor cuyas acciones estén inscritas en la bolsa de valores. O, por otra parte, cuando se trata de un beneficiario real que teniendo una participación accionaria del 25% o más, desee adquirir un porcentaje igual o superior al 5%, entonces deberá hacer uso de este instrumento.

Es importante recordar también que en Colombia existen y están reguladas diferentes clases de OPA, que existen de igual manera en otras legislaciones como las OPAS obligatorias, las voluntarias, las competidoras y las concurrentes. Sin embargo, también se han visto en nuestro país otras variedades de ofertas públicas de adquisición de acciones que no se mencionan en el Decreto 2555 de 2010, como las amistosas, hostiles y escalonadas. Este último caso destaca las OPAS realizadas al GEA como la de Nutresa y Sura; OPAS que también fueron hostiles.

Ahora bien, aunque existe el Decreto 2555 de 2010 donde se regula de manera general las ofertas públicas de adquisición de acciones, la legislación normativa colombiana queda corta frente a otro tipo de legislaciones que hacen que nuestro país sea no sea lo suficientemente atractivo para la inversión. Sin embargo, integraciones internacionales

como el Mercado Integrado Latinoamericano, contribuyen al desarrollo y competitividad de la región en materia de OPAS.

Por otra parte, en relación con las normativas de otros países estudiados, podemos mencionar que todas estas tienen un sistema de OPAS mixto, pues en casos específicos, es de carácter obligatorio el lanzamiento de la OPA, pero también permite que el oferente de manera voluntaria acuda a la oferta de adquisición de acciones como mecanismo para realizar la transacción deseada. Aunque, es importante recalcar que la mayor diferencia frente al proceso de radicación de la OPA entre Colombia y los países estudiados se encuentra con Inglaterra pues en este país es necesario acudir a la Junta Directiva de la compañía a manifestar la intención del oferente de lanzar la OPA, lo cual no se encuentra como obligación en los demás países estudiados.

Por otra parte, en lo respectivo a al plazo que tiene los accionistas para manifestar su aceptación a la OPA, en la mayoría de los países analizados en este trabajo, se tiene un plazo de duración similar entre ellos.

De igual manera, es necesario aclarar que en Colombia no se tienen métodos defensivos previstos que puedan ser utilizados por la compañía para actuar frente a una OPA hostil. Así entonces, actualmente, la compañía se ve limitada al actuar de sus accionistas ante la información contenida en la oferta pública de adquisición. Por el contrario, Estados Unidos, Chile e Inglaterra sí cuentan con métodos de defensa ante las OPAS. Es así como sería de gran ayuda usar como base estas legislaciones para crear métodos y incluso extrapolar aquellos que ya existen en otras legislaciones y aplicarlas en nuestro país.

Asimismo, y retomando la comparación hecha entre diferentes legislaciones y la nuestra, una posible solución para mitigar la posibilidad de tener información errada por parte del inversor y/o de la sociedad objeto de la oferta pública; sería la exigencia de que por parte de una firma de abogados se verificara la veracidad de toda la información que hace parte de la OPA. Así las cosas, se podría tomar el caso de Estados Unidos, que, al momento de realizar una oferta pública de adquisición de acciones, se realiza un proceso de auditoría por parte de una firma de abogados

Uno de los aspectos más importantes desarrollados en el trabajo y de mayor trascendencia en la actualidad colombiana es que, a pesar de que la regla de la pasividad tiene por objeto proteger a los accionistas de los administradores si hubiere conflicto de intereses; esta regla

no debería ser absoluta en nuestro país y se debería tomar de las legislaciones Inglesa y Estadounidense, la obligación que tienen los administradores de dar sus opiniones frente a la oferta pública de adquisición cuando esta sea lanzada de manera argumentada y sustentada, con la finalidad de dar una luz a los accionistas (y sobre todo aquellos que ostentan la calidad de ser minoritarios) sobre qué posición tomar.

En cuanto a las ofertas públicas de adquisición hostiles, a pesar de que esta no está regulada en nuestra legislación, es fundamental que se empiece a regular tanto el procedimiento de esta como las medidas preventivas y defensivas que puede o no tomar la administración en beneficio única y exclusivamente de la sociedad, teniendo en cuenta el interés de los asociados, de conformidad con el artículo 23 de la ley 222 de 1995. Como por ejemplo lo es en el caso de Estados Unidos con la píldora venenosa, donde esta medida ya ha sido permitida por las Cortes. O, incluso, regular dichas medidas, pero no de una forma taxativa, sino enunciativa. Esto permitiría un mayor dinamismo en las sociedades frente a una oferta pública de adquisición hostil.

Finalmente, es necesario que las sociedades cuyas empresas son lo bastante robustas o atractivas para un inversionista que quiere obtener la mayoría en la participación, busquen, no solo el bienestar o crecimiento económico de la sociedad; también el crecimiento social, ambiental y el desarrollo de un buen gobierno; para lograr competitividad regional y global; haciendo de Colombia un centro de inversión.

## BIBLIOGRAFÍA

- El Tiempo, (2 de diciembre de 2021), Abecé Para Entender Las Opas Con Las Que Se Busca Comprar A Sura y Nutresa. Obtenido de: <https://www.eltiempo.com/economia/empresas/le-contamos-que-es-una-opa-y-quienes-las-pueden-convocar-636388#:~:text=La%20modalidad%20%22Todo%20o%20Nada%22%20significativa%20que%20solamente%20en%20caso,dispuesto%20a%20efectuar%20la%20enajenaci%C3%B3n.>
- Fradique Méndez C. (2014). Guía del Mercado de Valores. Obtenido de: [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia\\_Mercado\\_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036\\_147b6b20b27\\_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-787e0a0a600b](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b)
- Payet, J.A (2001). OPAS hostiles y medidas de protección. Ius et Veritas. Recuperado de: <https://img.lalr.co/cms/2021/12/07163803/16020-Texto-del-art%C3%ADculo-63640-1-10-20161212.pdf>
- Cajamarca. A.(2021). ¿Con qué opciones cuentan las compañías para defenderse ante una posible OPA hostil? La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/con-que-opciones-cuentan-las-companias-para-defenderse-ante-una-opa-hostil-3273944>
- Portafolio. (2021). ¿Qué puede hacer Nutresa para defenderse si no quiere vender? Portafolio. Recuperado de: <https://www.portafolio.co/negocios/empresas/que-puede-hacer-nutresa-para-defenderse-si-no-quiere-vender-558726>
- Cajamarca. A (2022). Se han hecho más de 20 ofertas de adquisición durante las dos últimas décadas. La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/se-han-hecho-mas-de-20-ofertas-de-adquisicion-durante-las-dos-ultimas-decadas-3343124>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022). AVISO DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES ORDINARIAS DE GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A. FORMULADA POR JGDB HOLDING S.A.S. MEDIANTE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN EN EL MERCADO SECUNDARIO DE VALORES. Recuperado de: [chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Avisos+de+Oferta+P%C3%BAblica/Acciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=25a1ed03\\_17fd1ab7c6c\\_19d4c0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-](chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcgclefindmkaj/https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Avisos+de+Oferta+P%C3%BAblica/Acciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=25a1ed03_17fd1ab7c6c_19d4c0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-)

78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33\_132040fa022\_-787e0a0a600b

- Salazar. C. (2022). ¿Al fin qué pasó con las OPAS que presentó Jaime Gilinski sobre Sura, Nutresa y Argos? La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/al-fin-que-paso-con-las-opa-que-presento-jaime-gilinski-sobre-sura-nutresa-y-argos-3410137>
- Liévano.J.P.(2021). Deberes ante una OPA. La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/analisis/juan-pablo-lievano-vegalara-2858000/deberes-ante-una-opa-3267914>
- Gómez.F; Sáez.M.I. (2007). La eficiencia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos. In Dret Revista Para El Análisis Del Derecho. Recuperado de: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/412\\_es.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/412_es.pdf)
- Rubio.M.(2019). Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA. Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://core.ac.uk/download/pdf/228042507.pdf>
- Muriel.C (2016). Poison Pills: Tensión entre accionistas y administradores. Pérez, Bustamente & Ponce. Recuperado de: <https://www.pbplaw.com/es/poison-pills-tension-entre-accionistas-y-administradores/>
- Singleton.D.(1986). Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985). Florida State University Law Review. Recuperado de: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://ir.law.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2232&context=lr>
- Sánchez. A. Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: Blindajes y otras medidas defensivas. Recuperado de: <file:///C:/Users/mgomez/Downloads/12591.pdf>
- Recuperado de: <https://www.larepublica.co/analisis/nuria-vilanova-509356/esg-la-inversion-responsable-al-alza-3195957>
- Vilanova.N. (2021). ESG: La inversión responsable, al alza. La República. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/analisis/nuria-vilanova-509356/esg-la-inversion-responsable-al-alza-3195957>
- Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. 20 de diciembre de 1995. D.O.No.42.156.
- Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010. D.O.No 47771.
- Código de Comercio. DECRETO 410 DE 1971. 16 de junio de 1971. D.O.No. 33.339.

- BECERRA, B. X. (2021). El Reino Unido encabeza por amplia diferencia el ranking de OPA hostiles en Europa. *LA REPÚBLICA*.
- CAJAMARCA, I. (2022). Se han hecho más de 20 ofertas de adquisición durante las dos últimas décadas. *LA REPÚBLICA*.
- Commision, U. S. (s.f.). *Tender Offer*. Obtenido de Investor.gov: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/tender-offer>
- COMMISSION, U. S. (s.f.). *EX-99.6 10 dex996.htm TENDER OFFER FAQs*. Obtenido de <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/802481/000119312506199094/dex996.htm>
- Commission, U. S. (s.f.). *La SEC Lo que Somos, y Lo que Hacemos*. Obtenido de <https://www.sec.gov/investor/espanol/quehacemos.htm>
- Forigua Rojas, J. (2008). ¿Ofertas públicas de adquisición de valores: el nuevo régimen de oferta pública de adquisición en colombia. *Revista de Derecho Privado*, 4-7.
- Hurst, T. (1987). The Regulation of Tender Offers in the United States and the United Kingdom: Self-Regulation Versus Legal Regulation. *NORTH CAROLINA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW*.
- Lazen, V., & Sepulveda, A. C. (2004). *DESARROLLO DE LAS TOMAS DE CONTROL CORPORATIVO EN CHILE DESPUÉS DE LAS OPAS*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/publicaciones/doc/informe\\_serie\\_doc\\_trab4.pdf](https://www.cmfchile.cl/sitio/publicaciones/doc/informe_serie_doc_trab4.pdf)
- PÚBLICO, S. D. (25 de 04 de 2002). *DIARIO OFICIAL DE LA FEDERACIÓN*. Obtenido de [https://www.dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=734761&fecha=25/04/2002#gsc.tab=0](https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=734761&fecha=25/04/2002#gsc.tab=0)
- Robert L. Symonds Jr, & Matthew J. O’Toole. (2011). DELAWARE: LA PUERTA DE INGRESO PREFERIDA AL MERCADO ESTADOUNIDENSE. *Corporation Service Company*.
- Rojas, J. F. (Mayo de 2008). Ofertas Públicas de Adquisición de Valores: El Nuevo Régimen de Oferta Pública de Adquisición En Colombia. *Revista de Derecho Privado-Universidad de los Andes*.
- Valores, C. N. (s.f.). *TIPOS DE OPAS*. Obtenido de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx>
- Ley 19.705 del 2000
- Ley 18.046 de 1981
- Resolución CONASEV N° 0009-2006
- Ley de Mercado de Valores, Perú
- The City Code on Takeovers and Mergers