



Vigilada Mineducación

Caballeros, escuderos, píldoras y joyas:

Carencias y retos de la regulación colombiana en relación con las estrategias de defensa contra una oferta pública de adquisición hostil.

Sara Ferrer Buriticá

Trabajo de grado para optar por el título de abogada

Asesor: Juan Esteban Vélez Villegas

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE DERECHO

DERECHO

MEDELLÍN

2023

Resumen

Las Ofertas Públicas de Adquisición como mecanismo para obtener el control de empresas cuyas acciones están cotizadas en la Bolsa de Valores de Colombia han sido operaciones que se han venido realizado por varios años. Si bien se han presentado adquisiciones por medio de ofertas amistosas, hasta el 2021, no se habían presentado en la modalidad de adquisiciones hostiles. En ese sentido, el propósito del presente trabajo es identificar los retos que tiene la regulación colombiana frente a los medios de defensas de estas Ofertas Públicas de Adquisiciones hostiles, y si la aplicación de estos mecanismos presupondría una violación a la regulación financiera actual. Además, se presenta un estudio de derecho comparado con Estados Unidos para analizar la viabilidad de aplicar al caso colombiano los mecanismos propios de esa legislación.

Abstract

Takeover bids as a mechanism to obtain control of companies whose shares are listed on the Colombian Stock Exchange Market have been conducted for several years. Although there have been acquisitions through friendly offers, until 2021, they had not been presented in the form of hostile takeovers. In this sense, the purpose of this thesis is to identify the challenges that the Colombian regulation has regarding the means of defenses of these hostile takeover bids, and whether the application of these mechanisms would presuppose a violation of the current financial regulation. In addition, to present a comparative law study with the United States to analyze the feasibility of applying the mechanisms of that legislation to the Colombian case.

Tabla de contenido

Resumen	2
Abstract	3
Tabla de contenido	4
Introducción.....	6
Capítulo 1 Aproximación a las ofertas públicas de adquisición en Colombia.....	8
1. Mercado de valores de Colombia	8
2. Ofertas públicas de adquisición	12
2.1. Aspectos generales	12
2.2. Tipos de ofertas públicas de adquisición	19
Capítulo 2 Aproximación a las ofertas públicas de adquisición en Estados Unidos	21
1. Análisis de la legislación estadounidense.....	21
1.1. OPAs de terceros (third-party tender offer)	21
1.2. OPA por parte del emisor (issuer tender offers) y transacciones privadas (going private transactions)	23
1.3. Ofertas públicas de adquisición hostiles	24
2. Deberes fiduciarios de los administradores de las compañías objetivo (Business Judgement Rule)	24
3. Conflictos de intereses en las compañías	27
4. Mecanismos de defensa contra las OPAs hostiles.....	29
4.1. Caballero blanco (<i>white knight</i>)	31
4.2. Escudero blanco (<i>white squire</i>).....	33
4.3. Píldora envenenada (<i>poison pill</i>)	34
4.4. Joyas de la corona (<i>crown jewels</i>)	38

Capítulo 3 Retos en la legislación colombiana	41
Conclusiones.....	54
Bibliografía.....	56

Introducción

En la toma de poder de las compañías más influyentes en el mundo, las ofertas públicas de adquisición hostiles se han vuelto un as bajo la manga para aquellas compañías o personas que deseen ostentar el control de ciertos sectores de la economía. En los últimos años, este tipo de adquisiciones ha sido un foco de discusión, no solo por su carácter controvertido, sino por las consecuencias significativas que esto implica para una compañía, para sus accionistas y para el mercado de valores en general. Es por esto, que el objetivo de este trabajo es identificar los retos y carencias del ordenamiento jurídico colombiano en relación con las ofertas públicas de adquisición hostiles, así como los posibles mecanismos de defensa contra los mismos.

Primero, se elaborará un marco general sobre la regulación financiera actual que rigen las ofertas públicas de adquisición en Colombia. Posteriormente, bajo el entendimiento que Estados Unidos es un país referente en la regulación financiera y societaria respecto a las ofertas públicas de adquisición hostiles, y que, son los creadores de varios mecanismos de defensa contra las mismas, se realizará un estudio de derecho comparado para identificar las diferencias que existen entre ambas legislaciones para poder identificar los posibles vacíos jurídicos que puede llegar a tener nuestro ordenamiento jurídico. Este análisis cobra relevancia puesto que en la regulación financiera colombiana existe un deber de pasividad por parte de las sociedades a las cuales se está ofertando sus acciones, lo que implicaría una posible inhabilidad de tomar acción alguna contra estas.

Finalmente, considerando que desde el año 2021, en Colombia se abrieron las puertas para ofertas públicas de adquisición hostiles, y teniendo en cuenta que las empresas que pueden llegar a ser objetivos en un futuro tienen la necesidad de encontrar medios para proteger sus intereses, se

buscará identificar si los mecanismos de defensa aplicados en Estados Unidos pueden ser viables en Colombia. Todo esto para encontrar alternativas que pueden realizar los accionistas de una sociedad en Colombia frente a una oferta pública de adquisición hostil.

Capítulo 1

Aproximación a las ofertas públicas de adquisición en Colombia

1. Mercado de valores de Colombia

En Colombia, el sistema financiero (“SF”) es un conjunto de actores que realizan operaciones de depósito o inversión para transferir recursos a otros sectores. Este sistema está conformado por “los establecimientos de crédito, las entidades de servicios financieros y otras entidades financieras” (Banco de la República, s.f). El SF está compuesto por cuatro (4) mercados principales: el monetario, el de capitales, el de divisas y los otros mercados financieros.

Para efectos de este trabajo, se estudiará particularmente el mercado de capitales de Colombia. Este es definido como un escenario regulado en el cual concurren varios actores (oferentes y demandantes) para realizar transferencia de activos. Este mercado a su vez se divide en dos mercados: (i) el mercado bancario; y (ii) el mercado de valores.

El primero es aquel en el que un intermediario bancario (e.g. un banco) capta recursos del público para el otorgamiento de créditos. Es importante mencionar que aquellos que captan recursos del público deben ser entidades supervisadas por la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”).

Por otro lado, el mercado de valores se caracteriza por movilizar recursos de aquellos que tienen liquidez hacia empresas o el gobierno mediante la emisión de valores o instrumentos. Para poder tener un mayor entendimiento del mercado es importante delimitar qué son los títulos valores. De acuerdo con el artículo 619 del Código de Comercio, los títulos valores son: *“documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se*

incorpora. Pueden ser de contenido crediticio, corporativos o de participación y de tradición o representativos de mercancías” (Código de Comercio, artículo 619). Existen diversas categorías para entender estos instrumentos. La primera es una clasificación según la forma de determinar sus rendimientos. Aquí se encuentran los instrumentos de renta fija cuyos rendimientos se pueden conocer al momento de la negociación puesto que dichos valores son determinados por el emisor (e.g bonos). También se encuentran los instrumentos de renta variable. Estos son aquellos instrumentos frente a los cuales los inversionistas no pueden conocer su valor exacto debido a que depende de comportamientos externos (e.g. acciones o unidades de participación en fondos de capital privado).

Estos instrumentos también se pueden clasificar según la forma en que se transfieren. Los valores nominativos, tal como lo define el artículo 648 del Código de Comercio, son aquellos en los cuales se exige que debe haber un registro de los mismos en los que se realice la inscripción correspondiente (e.g. acciones). Los valores a la orden son aquellos en los que solo es necesario realizar el endoso para ser transferidos, tal como lo establece el artículo 651 del Código de Comercio. Se entiende que un valor es transferido mediante endoso si es expedido a favor de una persona y se agregan las palabras “a la orden”, si se utiliza un lenguaje en el que explícitamente se indique el endoso, si se expresa que es negociable o se indica su calidad de título valor. Finalmente, los valores al portador son los que requieren de su entrega para ser válidamente transferido.

Ahora bien, el Mercado de Valores tiene una estructura específica. De acuerdo con la ANDI:

“En Colombia el Mercado de Valores se divide legalmente en Mercado Primario y Mercado Secundario, y en Mercado Principal y Segundo Mercado. Además, el Mercado de Valores se clasifica en varias categorías de acuerdo con la interacción entre los emisores, los inversionistas y los intermediarios. Las negociaciones relacionadas con ofertas públicas iniciales y valores adquiridos directamente del emisor se llevan a cabo en el Mercado Primario. La emisión puede tener lugar a través de la BVC o en el mercado extrabursátil (OTC), generalmente a través de intermediarios, tales como agentes colocadores, quienes están muy involucrados en estas transacciones de ofrecimiento inicial de valores. En el Mercado Secundario, los inversionistas negocian entre sí los valores emitidos previamente, en lugar de adquirir los valores directamente del emisor”(ANDI, s.f).

Teniendo en cuenta lo anterior, el Mercado Principal es aquel en el que no se requiere ser un inversionista autorizado para la adquisición de valores, sino que puede ser cualquier persona con un intermediario autorizado. En contraste, el Segundo Mercado sí requiere que la persona que vaya a adquirir los valores tenga la calidad de inversionista profesional.

Por otro lado, el Mercado Primario se refiere a las transacciones en las que el inversionista adquiere los valores directamente del emisor y los cuales pueden ser negociados posteriormente por en el Mercado Secundario. Y el Mercado Secundario se refiere a las operaciones sobre valores que ya fueron emitidos y están en circulación. Este mercado en particular cobra gran relevancia puesto que en este se negocian las compraventas de acciones (cuando superan un monto específico) que se deben realizar por medio de la Bolsa de Valores de Colombia (“BVC”) y que enajenan participaciones que tienen derecho a voto.

Dentro del Mercado de Valores, existen actores que interactúan entre sí para la circulación de los valores. Por un lado, están los emisores, los cuales ofrecen los valores en el Mercado Primario, mediante la emisión de títulos como bonos o acciones. Asimismo, estos actores están sometidos al control del gobierno y a la normatividad del mercado de valores. Los emisores pueden ser de naturaleza pública, como lo sería el Gobierno Nacional, o pueden ser de naturaleza privada como lo son los bancos. Es importante señalar que únicamente son emisores los que tengan valores en el Registro Nacional de Valores (“RNVE”), el cual es un sistema que busca las inscripciones de valores y emisores para posteriormente certificarlos al momento de realizar una oferta pública o al momento que los valores sean negociados en un sistema de negociación.

Por otro lado, están los inversionistas los cuales son personas (tanto naturales como jurídicas) que buscan obtener una rentabilidad mediante la canalización de su dinero en el Mercado de Valores. Como bien se ha mencionado, existen los inversionistas profesionales, quienes tienen la potestad de participar en el Segundo Mercado, y los clientes inversionistas los cuales son personas que no tienen los conocimientos necesarios para poder analizar los riesgos asociados a una inversión. Finalmente, están los proveedores de infraestructura que elaboran los mecanismos para la negociación de los valores. En esta última clasificación se puede encontrar la BVC que facilita la conexión entre compradores y vendedores, y DECEVAL que custodian los valores que son negociados.

Ahora bien, dependiendo en qué mercado se emitan los valores, podrán variar los actores que intervengan. En ese sentido, si la operación es realizada a través del Mercado Principal, los valores pueden ser adquiridos por cualquiera, siempre y cuando un intermediario del mercado (“IMC”) actúe por ellos. Sin embargo, si la oferta es en el Segundo Mercado, solo los inversionistas

que estén avalados por la SFC pueden hacer parte de ese proceso, de acuerdo con los lineamientos establecidos en el Decreto 2555 de 2010 (“Decreto 2555”).

2. Ofertas públicas de adquisición

2.1. Aspectos generales

Existen diferentes operaciones que se pueden realizar en el mercado de valores, pero para el presente trabajo se abordarán las ofertas públicas de adquisición. Primero es importante señalar qué se entiende como una oferta pública. De acuerdo con la Ley 964 de 2005: *“el Gobierno Nacional podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores”* (artículo 4 literal b). En este sentido, una Oferta Pública está dirigida a personas indeterminadas o a más de cien personas determinadas. Estas se diferencian de las ofertas privadas puesto que no requieren autorización estatal previa para su realización, y no existen condiciones mínimas para efectuar la oferta como lo es tener un Gobierno Corporativo, relevación de información financiera, existencia de miembros independientes de Junta Directiva, entre otros.

Existen tres tipos de modalidades de Oferta Pública como colocación de valores. La primera es el procedimiento ordinario el cual está sujeto a las reglas del Código de Comercio y la Ley 964 de 2005. Una vez se presenta la solicitud para realizar la colocación, se puede hacer una promoción preliminar (estableciendo que esta no constituye una oferta pública y el prospecto preliminar está sujeto a modificaciones). Posteriormente, mediante un aviso de oferta se realiza la oferta con fijación del precio, y esta estará sujeta a obtener la correspondiente autorización por la SFC.

Por otro lado, está la modalidad de *book building* o libro de ofertas, mediante la cual un

emisor puede establecer las características de la emisión. En esta modalidad es necesario realizar un libro de ofertas, y una vez se empieza su construcción se puede hacer uso de los medios masivos para su difusión (es importante señalar que en este mecanismo no se utiliza el aviso de oferta).

Finalmente está el mecanismo de la subasta, la cual sigue la regulación de los martillos. Mediante esta se busca asegurar la colocación de la totalidad de los valores ofrecidos en las mejores condiciones posibles de precio.

Existen otros mecanismos de adjudicación de las Ofertas Públicas mediante la BVC. El primero es la subasta holandesa. Mediante este mecanismo, los interesados envían una comunicación con el monto que quieren adquirir junto con la tasa a la que lo harían. Posteriormente estas comunicaciones serán ordenadas por mejor tasa o precio hasta que se complete el monto de la emisión. Aquí, el emisor puede adjudicar la totalidad de las ofertas o lo puede hacer parcialmente. Por otro lado, está la demanda en firme, que, al contrario de la subasta holandesa, las comunicaciones se organizan en orden de llegada y los interesados de antemano saben la tasa a la cual se oferta el activo, por lo que en la comunicación solamente se incluye el monto que se desea adquirir.

Para realizar este tipo de operaciones se debe realizar un prospecto de información (“Prospecto de Información”). Este es un documento que contiene los datos del emisor, el valor de la emisión, y demás datos relevantes para que los inversionistas tengan conocimiento de los mismos. Este documento debe contener: (i) las especificaciones del valor; (ii) en caso de aplicar, las diferentes ofertas; (iii) constancia de que se realizaron las autorizaciones requeridas; (iv) toda la información relevante del emisor, que incluye información financiera, estructura organizacional, etc.; y (v) en caso de pactarse, el precio al que se van a ofertar los valores.

Asimismo, el Prospecto de Información va acompañado de los avisos de oferta pública, el reglamento de colocación (el “Reglamento”), a quiénes se dirige y si aplica la calificación de los

valores en cuestión. Asimismo, el Prospecto de Información tiene que tener la aclaración que el mismo está disponible para los inversionistas en la SFC.

En los últimos años, se ha vendido utilizando la figura de las ofertas públicas de adquisición (“OPA”). Una OPA es aquella operación que se realiza a través de la BVC, y en la que una persona, jurídica o natural, solicita a la SFC autorización para adquirir o aumentar su participación del capital de determinada compañía.

En Colombia el Decreto 2555 y la Circular Única de la BVC son de las normatividades más relevantes en materia de OPAs. No obstante, el Decreto 2555 es tal vez la normativa más importante en este aspecto pues mediante el mismo se expiden las normas en materia del sector financiero y en específico del mercado de valores. En la parte seis (6) del libro primero se establecen las normas relativas a la oferta pública de valores y en específico las de adquisición.

Particularmente, se destaca el artículo 6.1.1.1.6 pues establece la posibilidad de la existencia de ofertas públicas simultáneas en los siguientes términos:

“En las ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones en el mercado primario, se podrá integrar la posibilidad de adicionar como parte de la oferta valores ya emitidos de la misma especie inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE-. Dicha posibilidad debe quedar claramente expresada y determinada en el prospecto de información y en ningún caso podrán constituir un porcentaje superior al cien por ciento (100%) del total de la emisión de que se trate. Cuando existan titulares de los valores interesados en vender que superen el porcentaje previsto en el inciso anterior, se definirá a prorrata la porción que cada accionista puede llegar a vender. Los accionistas podrán optar por no participar en la oferta, evento en el cual se incrementará proporcionalmente la porción que pueden llegar a vender los demás titulares interesados. Lo dispuesto en el presente artículo se aplicará sin perjuicio del cumplimiento del

régimen de ofertas públicas de adquisición por parte de los inversionistas” (Decreto 2555, artículo 6.1.1.1.6).

Ese artículo cobra relevancia porque trae la posibilidad de que un mismo oferente pueda lanzar varias OPAs (en sus distintas formas) frente a una misma sociedad objeto. Asimismo, este artículo contempla un mecanismo de salida para aquellos accionistas minoritarios que consideren que la oferta podría conllevar dilución de su participación, sin que exista un cambio o pérdida de control total, o para vehículos de inversión que tienen como objeto la realización de inversiones a mediano plazo para vender la totalidad de su participación accionaria en el emisor. Además, se encuentra prevista posibilidad que los inversionistas de títulos de la misma especie inscritos en el RNVE puedan adicionar a la oferta pública sus títulos ya inscritos. Sin embargo, solo se podrá realizar por el veinticinco por ciento (25%) del total de la emisión de la que se trate.

En ese sentido, las ofertas simultáneas no solo son un instrumento de financiación de las actividades productivas, sino que también son un mecanismo de salida para ciertos accionistas, con la aclaración que no podría ser iniciado por un accionista, sino que requiere de la participación de la compañía teniendo en cuenta el interés del accionista en apalancarse en la masividad y los canales de distribución de las ofertas iniciales.

Ahora bien, otro artículo relevante en materia de OPAs es el artículo 6.15.2.1.1 el cual establece:

“Cuando se supere el límite del 25% al señalar que toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto” (Decreto 2555, 6.15.2.1.1) .

“De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición” (Decreto 2555, 6.15.2.1.1).

Es clave mencionar que, si bien estas son las disposiciones aplicables a las OPAs y las ofertas públicas en general, las demás disposiciones en el Decreto 2555 se deben tener en cuenta al momento de hacer un análisis del tema.

La regulación colombiana es clara al momento de identificar los casos en los que se puede lanzar una los cuales están establecidos en el artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555: (i) cuando una persona o grupo de personas, de manera directa o indirecta, pretendan convertirse en beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto de una compañía listada en bolsa; o (ii) cuando cualquier persona o grupo de personas que, siendo beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto de una compañía listada en bolsa, pretenda adquirir un porcentaje igual o mayor al cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto. En cualquiera de estos dos escenarios, un potencial comprador tendría que lanzar una OPA independientemente de posibles preacuerdos que existan con los accionistas

vendedores. Cabe resaltar que, bajo la regulación colombiana, los preacuerdos respecto de operaciones sobre acciones únicamente son válidos en la medida en que se comuniquen a la SFC y a la BVC, con un mes de anterioridad, e indicando todas las condiciones del preacuerdo.

Para poder lanzar una OPA al mercado, se debe seguir el procedimiento establecido en el artículo 6.15.2.1.17 del Decreto 2555. El primer paso es realizar una solicitud de autorización ante la SFC, radicar en la BVC una copia de la solicitud para obtener una garantía (artículo 6.15.2.1.11 Decreto 2555) y la obtención del aviso de la SFC para la suspensión de la cotización bursátil. Posteriormente, la SFC tiene cinco días hábiles para presentar objeciones y luego que se den respuesta a las mismas, dentro, de los siguientes cinco a diez días hábiles, se obtendrá la aprobación de la OPA. Una vez aprobada, se tiene cuatro días calendario para el otorgamiento de la garantía con la BVC y cinco (5) días calendario para el primer aviso de la OPA en un periódico nacional (cada uno a cinco días calendario se pueden realizar otros avisos). En los siguientes diez a treinta días hábiles se aceptará la OPA y dos días hábiles antes de la terminación del mismo, se tendrá oportunidad para presentar una OPA competidora. Finalmente, una vez termine la recepción de ofertas en los siguientes cinco días calendario habrá una adjudicación por parte de la BVC de las acciones y se realizarán las compensaciones y liquidaciones correspondientes.

Para llevar a cabo una OPA, es necesario presentar ante la SFC solicitud para que el mismo ente autorice la inscripción de los valores en cuestión en el RNVE siempre y cuando se cumplan con los requisitos de la Ley.

En caso de una oferta pública de desliste o adquisición, en el mercado primario el emisor puede por sí mismo realizar la oferta. Asimismo, previo a la realización de la oferta, puede solicitar la inscripción de los valores en la BVC o en un sistema de negociación de su elección.

Por otro lado, para la oferta en el mercado secundario, la autorización de la SFC en cumplimiento del artículo 6.15.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, es para la inscripción del valor en la BVC o en algún sistema de negociación.

Además de requisitos para presentar ofertas, se ha dado claridad sobre temas adicionales que se deben tener en cuenta. Uno de estos es la obligación de tener previa autorización de la SFC para realizar este tipo de operaciones. El concepto número. 2013110572-002 del 5 de febrero de 2014 expedido por la SFC establece que:

“De conformidad con el artículo 88 del EOSF, toda transacción de inversionistas nacionales o extranjeros que tenga por objeto la adquisición del diez por ciento (10%) o más de las acciones suscritas de cualquier entidad sometida a la vigilancia de esta Superintendencia, ya se realice mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas o aquellas por medio de las cuales se incremente dicho porcentaje, requerirá so pena de ineficacia, la aprobación del Superintendente, quien examinará la idoneidad, responsabilidad y carácter de las personas interesadas en adquirirlas” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

“Mientras que con la previsión del artículo 88 del EOSF se resguarda la composición accionaria de las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, y se surte examen de la idoneidad, responsabilidad y carácter de las personas interesadas en formar parte de estas entidades, las normas relativas a las ofertas públicas de adquisición están encaminadas a suministrar información suficiente y mecanismos de protección a los inversionistas dentro de los procesos de adquisición y concentración surtidos en las sociedades por acciones inscritas en bolsa de valores” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

“Adicional a lo anterior, no sobra recordar que de conformidad con el artículo 2.23.1.1.2 del DU: “Las sociedades emisoras (o el administrador del libro de registro de accionistas, cuando tal libro no lo lleve el emisor), deben hacer la inscripción del traspaso de títulos nominativos en el libro de registro correspondiente, con la fecha del día en que reciban los documentos indispensables para adelantar la inscripción, salvo en los casos donde obre orden contraria de autoridad competente o la transferencia no se encuentre revestida de la juridicidad indispensable, esto es, cuando no se hayan cumplido los requisitos o formalidades señaladas en la ley o en los estatutos” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

2.2. Tipos de ofertas públicas de adquisición

En Colombia existen las OPAs obligatorias, voluntarias y sobrevinientes. La obligatoria se realiza para las sociedades que tienen listadas sus acciones, bonos convertibles o valores similares con derecho de voto en la BVC y en la que el beneficiario real requiere adquirir el veinticinco por ciento (25%) de la compañía. La OPA voluntaria ocurre cuando no estando obligado a ello, el accionista lanza una OPA a accionistas indeterminados por mínimo el cinco por ciento (5%) de las acciones o sobre valores sin derecho a voto. Y las sobrevinientes son el resultado de una fusión en el que el beneficiario real adquiere el veinticinco por ciento (25%) o más de las acciones y quiere adquirir el cinco por ciento (5%) o más de las acciones. En caso de incumplimiento del régimen previsto en el Decreto 2555 y las normas que lo complementen, serán sancionados aquellas personas que adquieran el capital con derecho a voto de una sociedad inscrita en bolsa sin haber promovido una OPA y su sanción estará sujeta a lo previsto en la Ley 964 de 2005.

Dentro de las voluntarias se pueden realizar tres (3) tipos de OPAs: (i) hostil; (ii) amistosa;

y (iii) competidora. Las OPAs amistosas son aquellas en que los órganos de dirección de las sociedades involucradas están de acuerdo con la oferta. Por otro lado, las OPAs hostiles (la cual es el objeto de estudio del trabajo) son aquellas en las que los órganos directivos no están de acuerdo con la misma. Al igual que las OPAs competidoras, hasta el 2021 no había existido un precedente en Colombia, por lo que el Decreto 2555 no las contempla dentro de su regulación específica.

Finalmente, las OPAs competidoras son aquellas que se formulan para la adquisición de valores que ya están previamente autorizados y resultan cuando se presenta una OPA y terceras partes (diferentes a las involucradas la oferta inicial) quieren alcanzar el control. Están deben lanzarse al mercado con al menos dos días hábiles antes de que acepte la OPA hostil original.

Capítulo 2

Aproximación a las ofertas públicas de adquisición en Estados Unidos

1. Análisis de la legislación estadounidense

1.1. OPAs de terceros (*third-party tender offer*)

El país que ha sentado precedente para la regulación de las OPAs ha sido Estados Unidos, teniendo en cuenta que en el país son una práctica común, especialmente a la hora de realizar adquisiciones de una sociedad. Las OPAs están reguladas en la Ley Williams de 1968 (*Williams Act*), la cual modificó la Ley Valores y Bolsa de 1934 (*Securities and Exchange Act*) (“SEC”). Específicamente, esta Ley regula las OPAs de los titulares de valores que cotizan en bolsa (normalmente acciones con derecho a voto). La legislación estadounidense ha entendido las OPAs como “*public announcements that a bidder will buy securities stock tendered by owners to a deposit agent, usually a bank, at a set price*” [Anuncios públicos de que un oferente comprará las acciones de valores ofrecidas por los propietarios a un agente de depósito, normalmente un banco, a un precio determinado] (Oesterle, 2001, p.130). Frente a este tipo de operaciones, es importante señalar que los oferentes pueden condicionar sus ofertas a la recepción de un número mínimo de acciones teniendo en cuenta que la OPA puede ser por todas las acciones ofrecidas o por solo una fracción.

“El marco regulatorio que rige las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) en Estados Unidos, está regido 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”. El procedimiento para llevar a cabo una OPA fue establecido por la “Williams Act”. La “Williams Act” es la ley que

en el año 1968 introdujo reformas a la Securities Exchange Act de 1934. La Williams Act tiene una doble intención: i) suministrar una divulgación completa, tanto del oferente como a la empresa objetivo, de manera que los inversionistas estén bien informados, y ii) crear un escenario justo de manera que ni el oferente ni el demandante cuenten con alguna ventaja para manipular o distorsionar la toma de decisiones de los accionistas” (Forigua,2008, p.5).

La Ley Williams, junto con la SEC y demás normas complementarias, imponen los siguientes requisitos para la OPA:

“(i) a 20 day minimum offering period (SEC Rule 143-1), though must tender offers are open longer; (ii) shareholder withdrawal rights coextensive with the offering period (Rule 14-D7(A)); (ii) withdrawal rights affecter 60 days from the initial offer if the offeror has failed to close on the tenders; pro rata acceptance for oversubscribed partial offers; (iii) nondiscrimination among target shareholder (Rules 14d-10(a)(1); and (iv) the extension of any price increase during the tender offer to all shareholders who have already tendered”. [(i) un periodo mínimo de oferta de 20 días (Norma 143-1 de la SEC), aunque algunas ofertas de adquisición están abiertas durante más tiempo; (ii) derechos de retirada de los accionistas coincidentes con el periodo de oferta (Norma 14-D7(A)); (ii) derechos de retirada después de 60 días de la oferta inicial si el oferente no ha conseguido cerrar las ofertas; aceptación prorrateada de las ofertas parciales sobredimensionadas; no discriminación entre el accionista objetivo (Norma 14d-10(a)(1); y la extensión de cualquier aumento de precio durante la oferta de adquisición a todos los accionistas que ya hayan presentado una oferta] (Oesterle, 2001, p.131).

Asimismo, se destaca que la Norma 14d-11 permite a los oferentes prever un periodo de entre tres (3) y veinte (20) días hábiles, posterior a la expiración de una oferta pública de adquisición, durante el cual las acciones pueden ser ofrecidas sin derecho de retiro.

De conformidad con la SEC, una OPA comienza cuando el oferente publica por primera vez o da a los tenedores de valores los medios para participar en la oferta. Para disuadir de la difusión de ofertas falsas, la SEC adoptó las normas 14e-8, que prohíben a los oferentes anunciar una oferta sin la intención de comentarla en un plazo razonable o con la intención de manipular los precios de las acciones.

Los accionistas de la sociedad responden presentando sus acciones a través de un intermediario designado, usualmente un establecimiento bancario que en inglés se denomina “*paying agent*” o “agente de pagos” en español. Se debe adjuntar una comunicación de la transmisión de sus acciones para que posteriormente el agente pagador acumule las acciones y pague a todos los accionistas cuando la oferta expire.

En estas operaciones es posible que un accionista desee retirar sus acciones, para lo cual debe presentar una carta firmada acompañada de una garantía. Los accionistas suelen esperar hasta el último momento antes de retirar sus acciones con la esperanza de que se materialice la mejor oferta. Cuando se acerca la fecha de vencimiento de la oferta, los agentes de bolsa, actuando en nombre de los accionistas, pueden presentar una notificación de entrega garantizando que el agente designado entregará las acciones en un plazo de cinco (5) días hábiles y que el agente de pago incluirá las acciones garantizadas en la oferta.

1.2. OPA por parte del emisor (issuer tender offers) y transacciones privadas (going

private transactions)

La oferta de una sociedad para comprar sus valores en circulación como una forma de recompra por parte del emisor, es conocida como oferta pública de adquisición de valores por parte del emisor. Todas las ofertas públicas de adquisición del emisor, al igual que todas las OPAs de terceros, deben cumplir con la norma 13e-4, lo cual implica que tanto los requisitos de información como los tiempos para realizarla sean iguales a los explicados en la sección 1.1 anterior.

Asimismo, la SEC también ha aprobado una serie de normas una disposición antifraude abierta sobre la recompra de acciones por parte de los emisores, destinada a regular las transacciones privadas. *“In this operations a company with publicly traded stock buys enough of its shares to transform itself into a company who no longer files public reports”* [En estas operaciones, una empresa con acciones que cotizan en bolsa compra una cantidad suficiente de sus acciones para transformarse en una empresa que ya no presenta informes públicos] (SEC, 1934).

1.3. Ofertas públicas de adquisición hostiles

En Estados Unidos, una OPA hostil se refiere a la adquisición de una sociedad por parte de otra en contra de la voluntad de la primera. La sociedad que se adquiere en una adquisición hostil se denomina “empresa objetivo”, mientras que la que ejecuta la adquisición se llama adquirente. En una OPA hostil, el adquirente se dirige directamente a los accionistas de la empresa o lucha por sustituir a los administradores para que se apruebe la adquisición.

2. Deberes fiduciarios de los administradores de las compañías objetivo (Business Judgement Rule)

En Estados Unidos, cuando se realiza una OPA hostil los administradores de una sociedad deben cumplir con sus deberes fiduciarios, por lo que cualquier decisión que tomen los administradores estará protegida por el Business Judgement Rule (en adelante “BJR”).

“The rule is the basis for determining whether a company’s director has violated his or her duty of care. When the Courts apply the rule, they will assess whether the director, in general, acted in the best interest of the corporation” [La norma es la base para determinar si el administrador de una empresa ha incumplido su deber de diligencia. Cuando los tribunales apliquen la norma, evaluarán si el administrador, en general, actuó en el mejor interés de la empresa] (Nagy, 2016, p.11).

“When a takeover bid is made on the company, the role of the target company’s board is extended, as the board of directors undertakes certain obligations due to takeover regulations. While fulfilling its duties, the target company’s board of directors must act in the best interest of the shareholders. The board of directors may therefore not let any self-interest or other stakeholder interests prevail in decisions and undertakings” [Cuando se presenta una oferta pública de adquisición sobre la empresa, el papel de los administradores de una compañía objetivo se amplía, ya que los administradores asumen ciertas obligaciones debido a la normativa sobre adquisiciones. En el cumplimiento de sus obligaciones, los administradores deben que actuar en el mejor interés de los accionistas. Por lo tanto, no pueden permitir que ningún interés propio o de otras partes interesadas prevalezca en sus decisiones y compromisos] (Nagy, 2016, p.11).

En esta regla se estableció que para que *“un accionista pueda demandar judicialmente a su sociedad, tal acción debe tener una justificación, que provenga bien de una acción de los*

administradores que se encuentre por fuera de las competencias y autoridad que les fueron otorgadas por los estatutos” (Gómez, Miranda, Santacruz, 2019, p. 41).

El origen del BJR surge en Estados Unidos, donde si bien dicho principio no está consagrado dentro de una ley, la jurisprudencia estadounidense se ha encargado de darle el alcance al mismo. Desde el fallo del caso *Leslie vs Lorrillard*, estableció el alcance del mismo, y determinó que aquellas decisiones tomadas por los administradores no serán objeto de revisión judicial siempre y cuando no se hayan realizado mediante fraude o dolo.

El BJR cobra relevancia en las OPAs, especialmente en las OPAs hostiles en la medida que son un mecanismo de protección contra sus propios administradores. Es decir, en Estados Unidos hay una línea jurisprudencial robusta en la que se establece que los administradores no pueden tomar decisiones que sean contrarias a los intereses de sus accionistas. Sin embargo, si obran de buena fe y realizan actuaciones que puedan beneficiar a la sociedad, no estarán bajo es escrutinio judicial. En ese sentido, el BJR es un límite a las acciones que pueden llegar a hacer los administradores al momento de utilizar los mecanismos de defensa que se explicarán más adelante, para evitar posibles perjuicios económicos a la compañía.

Sin embargo, también es una protección de los administradores, pues no solo se estarían eximiendo ciertas decisiones de ser sujetas a revisión judicial, sino que los accionistas para interponer una demanda en contra de los administradores deben sustentar las razones por las que los administradores violaron sus derechos fiduciarios.

En este sentido, si bien no se establece de forma expresa el principio, por vía negativa debe entenderse que se estableció un límite a la capacidad del accionista (y, por ende, a la competencia

del juez) para adelantar acciones en contra de la sociedad y de los administradores, pues debe haber una justificación de éstas. No basta con que se demande cualquier decisión tomada por los administrado-res que haya causado pérdidas o perjuicios para la sociedad” (Gómez, Miranda, Santacruz, 2019, p. 42).

3. Conflictos de intereses en las compañías

Las OPAs hostiles pueden generar un potencial conflicto de interés sobre los administradores de las compañías. Es por esto por lo que en Estados Unidos se hace gran énfasis en que haya una división entre la propiedad y el control de la sociedad en cuestión.

“La separación entre propiedad y control cumple una importante función económica, en la medida que permite la especialización en los roles de inversionista y de administrador. No sería posible a las sociedades recurrir al mercado de valores para obtener financiamiento de inversionistas individuales o institucionales, si ello necesariamente acarrearase el involucramiento de los inversionistas en el control. Igualmente, no sería posible contar con una clase de administradores profesionales, si quienes detentan el control tuviesen que ser necesariamente los propietarios de la empresa” (Payet, 2001, p.108).

Si bien esta separación de propiedad puede llevar a que haya una eficiencia en el momento de administrar una empresa, esta misma puede generar conflictos de interés entre el administrador y sus accionistas. Es por esto por lo que el derecho societario se ha centrado en

establecer mecanismos para proporcionar una estructura adecuada para la toma de decisiones en una compañía.

El Derecho Societario ha establecido deberes de diligencia y lealtad de los administradores, para así resguardar los intereses de los accionistas. *“El Derecho de Sociedades dispone también la responsabilidad de los administradores por el incumplimiento de sus deberes de lealtad y diligencia. La potencial responsabilidad actúa como un elemento disuasivo, que desalienta la acción infiel o negligente de los administradores”* (Payet, 2001, p.109).

Asimismo, se han establecido mecanismos de protección de carácter contractual.

“Los accionistas -en junta general o, en su caso, especial designan a los integrantes del Directorio y los pueden remover. También fijan su retribución. De esta manera, los accionistas y los administradores pueden acordar mecanismos de retribución que hagan que los administradores tengan incentivos para maximizar el valor para los accionistas. Asimismo, pueden remover a los administradores que actúen en contra del interés social. La sola posibilidad que eso suceda, por lo demás, puede actuar también como un mecanismo disuasivo” (Payet, 2001, p.109).

Ahora bien, es clave mencionar que estos mecanismos de protección de los intereses de los accionistas no resultan eficientes en la práctica, toda vez que su implementación podría suponer altos costos y son tan eficientes. Es por esto por lo que los accionistas para evitar la desviación de sus intereses aplican medidas de protección contra las OPAs.

4. Mecanismos de defensa contra las OPAs hostiles

Como bien se ha mencionado anteriormente, las OPAs hostiles son lanzadas con la finalidad de ostentar el control de una sociedad sin que haya previa aprobación de la sociedad objetivo. Frente a esto, Estados Unidos ha sido un país referente en la aplicación de diferentes mecanismos para evitar la toma de control por parte de terceros. La respuesta de las compañías objetivo ha generado discusiones relevantes en especial sobre la licitud de las mismas. Frente a esto, la autora María del Pilar Aguirre estableció:

“En el caso de los Estados Unidos y el Reino Unido, en particular, resultan especialmente significativos, no sólo por ser los únicos países en que las operaciones hostiles han logrado una importante difusión, sino también porque su distinta experiencia en materia de participación de los tribunales en las operaciones de toma de control resulta especialmente ilustrativa de los problemas que se suscitan” (Aguirre, 2007, p.70).

“En el caso de los Estados Unidos, donde las sociedades afectadas tienen amplias posibilidades en orden a defender la independencia frente a adquirentes hostiles, y de donde provienen las más sofisticadas operaciones defensivas conocidas en la práctica, los recursos y las acciones contra las OPAs constituyen seguramente la medida de defensa más frecuente y generalizada, a la que suelen acudir las instancias directivas de las sociedades sobre cuyas acciones recae una oferta de adquisición no deseada. Por tanto, se considera que es ésta una respuesta prácticamente refleja o automática por parte de los órganos directivos opuestos a la toma de control, y a la que debe acudirse en primer lugar mientras se edifican defensas más articuladas y consistentes; así, en la

práctica la búsqueda de las supuestas violaciones cometidas por el oferente sea posterior a la decisión misma de acudir a los tribunales, y que, junto a infracciones de la normativa sobre OPAs y del Derecho antitrust, se alegue también el incumplimiento de cualquier otra norma o disposición que unos “asesores imaginativos puedan descubrir” (Aguirre, 2007, p.70).

Como ha sido afirmado de forma bastante gráfica, prácticamente sin excepción, cualquier anuncio de una oferta pública de adquisición va simultáneamente seguido por una acción judicial interpuesta por los administradores acusando al oferente de cometer un delito. Y aunque últimamente parece apreciarse cierto cambio de tendencia, tanto por el progresivo desarrollo de otras medidas más elaboradas y contundentes como por la natural resistencia de los órganos judiciales a verse envueltos en conflictos de naturaleza eminentemente económica, es lo cierto que en los Estados Unidos los administradores opuestos a un cambio de control de su sociedad siguen buscando con frecuencia una posible intercesión de los tribunales que dificulte o impida la realización de la operación en los términos propuestos por el oferente. Ha llegado a considerarse incluso que esta medida, individualmente considerada, es la que la mayor efectividad ha demostrado en al defensa de la independencia de las sociedades sometidas a procesos hostiles de adquisición” (Aguirre, 2007, p.71).

De lo anterior, es claro que Estados Unidos cuenta con diversos mecanismos para defenderse contra una OPA hostil, desde medidas judiciales a medidas que se pueden tomar desde la misma administración. Si bien dicha legislación cuenta con una legislación robusta sobre los actos que puede realizar una sociedad en contra de una OPA, particularmente actos que se pueden hacer desde la misma administración, sigue existiendo la tendencia a acudir a tribunales jurisdiccionales con el fin de atacar a los oferentes, puesto que ha demostrado un alto grado de efectividad.

Es de destacar que en Estados Unidos, se incentiva a que una sociedad aproveche para presentar protestas y comentarios ante la Reserva Federal (*Federal Reserve*) en relación con las solicitudes de los oferentes. Los comentarios se pueden hacer en las primeras etapas de una OPA hostil antes de que se presente la solicitud formal del oferente. Esto se realiza con el objetivo de que el oferente suministre toda la información relevante a la Reserva Federal en su solicitud y que la información también sea pública para la compañía objetivo para su revisión y comentario.

Cuando la compañía objetivo quiera comentar la solicitud de OPA hostil, se aconseja que no implique objeciones que pretendan dilatar el proceso, pues tal táctica puede interpretarse en que la sociedad objetivo está actuando de mala fe o abusando del proceso. En ese sentido, los comentarios deben centrarse en: (i) la defensa de la competencia; (ii) la situación financiera y las perspectivas de futuro; (iii) la gestión de los recursos; (iv) la estabilidad financiera; (v) la eficacia en la lucha contra el lavado de dinero y financiación del terrorismo; y (vi) la conveniencia y la necesidad de la comunidad.

Para defenderse de las OPAs hostiles, la legislación estadounidense ha establecido mecanismos de defensa contra las mismas. Para efectos del presente trabajo, se abordarán: (i) el Caballero Blanco (*White Knight*); (ii) el Escudero Blanco; (iii) Píldora Envenenada; y (iv) la Venta las Joyas de la Corona.

4.1. Caballero blanco (*white knight*)

Una operación de “caballero blanco” o “*white knight*”, es una operación de fusión o adquisición con un adquirente “amigo”. Dicha estrategia puede llegar a ser exitosa cuando la operación de caballero blanco proporciona un valor económico mayor a los accionistas de la sociedad objetivo

que la OPA hostil inicial. Las transacciones de caballero blanco suelen ser más difíciles de realizar en el sector bancario que en el no bancario.

“A white knight will require the same regulatory approvals as the hostile acquirer, and, to the extent that it commences the approval process after a hostile acquirer, may suffer a timing disadvantage as a result. While obtaining regulatory and shareholder approval for a white knight transaction will be facilitated by a targets support, it can be assumed that a hostile acquirer will make every effort to prevent that approval from being granted. In most situations, a successfully executed white knight deal should have a slight advantage over a competing hostile transaction in the context of competing stock transactions.” [Una operación “white knight” requerirá las mismas aprobaciones regulatorias que el adquirente hostil y, en la medida en que inicie el proceso de aprobación después de un adquirente hostil, puede sufrir una desventaja de tiempo como resultado. Si bien la obtención de la aprobación reglamentaria y de los accionistas para una transacción de caballero blanco se verá facilitada por el apoyo de un objetivo, cabe suponer que un adquirente hostil hará todo lo posible para evitar que se conceda dicha aprobación. En la mayoría de las situaciones, una transacción de caballero blanco ejecutada con éxito debería tener una ligera ventaja sobre una transacción hostil competitiva en el contexto de las transacciones de acciones en competencia] (Watchell, Lipton, Rosen & Katz,2015, p.386).

Un ejemplo de la aplicación de este mecanismo es la OPA sobre Edesa (España) cuyo oferente era Gas Natural. En el caso en particular, la compañía que hacía de caballero blanco era la compañía eléctrica alemana E-ON quién en su oferta superó un treinta por ciento (30%) la oferta de Gas Natural. Si bien este caso no ocurrió en Estados Unidos, es importante traerlo a colación debido a su aplicación exitosa del mecanismo de defensa en cuestión.

4.2. Escudero blanco (*white squire*)

El mecanismo de escudero blanco implica colocar un bloque de acciones con derecho a voto en manos de compañías “amigas”.

Este mecanismo se diferencia del mecanismo del caballero blanco en la medida que este adquiere la mayoría de las participaciones accionarias mientras que el escudero solamente hace una compra parcial. Usualmente en Estados Unidos se prefiere la estrategia del escudero blanco puesto que esta adquisición implicaría una OPA amistosa en la que la compañía objetivo aún podrá ostentar la titularidad de la mayoría del porcentaje accionario.

En Estados Unidos esta estrategia ha sido utilizada reiteradamente. El caso más relevante es la decisión de 1989 del Tribunal de la Cancillería de Delaware del caso de Polaroid.

“The 1989 decision of the Delaware Chancery Court upholding the issuance of convertible preferred stock by Polaroid to Corporate Partners, a “white squire” fund, in the face of an all cash, all shares tender offer marks one of the most significant legal tests of the white squire defense. Although this technique combined with a self-tender offer at market or a slight premium to market was used defensively by Diamond Shamrock and Phillips Van Heusen in 1987, neither instance promoted a legal challenge by the possible acquirer. The Polaroid decision confirmed the prevailing line of cases upholding the issuance of stock to a white squire as a defensive measure when the result was not to consolidate voting control in management or employee hands. It is important to note that strategy must be made to avoid a takeover bid by the friendly parties to which the company tries to sell. La decisión de 1989 del tribunal de la cancillería de Delaware que confirmó la emisión de acciones preferentes convertibles por parte de Polaroid Corporate Partners, un fondo “White Squire””. [Frente a una oferta

pública de adquisición de acciones en efectivo, marca una de las pruebas legales más significativas de la defensa “*white squire*”. Aunque esta técnica, combinada con una auto oferta a precio de mercado o con una ligera prima sobre el mismo, fue utilizada a la defensiva por Diamond Shamrock y Phillips Van Heusen en 1987, ninguno de los dos casos supuso un desafío legal por parte del posible adquirente. La decisión de Polaroid confirmó la línea predominante de casos que apoyan la emisión de acciones a un escudero blanco como medida defensiva cuando el resultado no era consolidar el control de voto en manos de la dirección o de los empleados. Es importante tener en cuenta que la estrategia debe hacerse para evitar una oferta pública de adquisición por parte de las partes amigas a las que la empresa intenta vender] (Watchell, Lipton, Rosen & Katz,2015, p.386).

Otro caso que se resalta es cuando Gannett Co. lanzó una OPA por Tribune Publishing Co. La OPA era de doce punto veinticinco (12,25) dólares por acción en efectivo, por un valor de unos 820 millones de dólares. El equipo directivo de Tribune rechazó la oferta, decidiendo que el precio subestimaba el verdadero valor de la empresa y no era lo mejor para sus accionistas. Gannett instó a los accionistas de Tribune a retener sus votos durante la reunión anual para enviar un mensaje al consejo de Tribune para que considerara seriamente su oferta. Posteriormente, en mayo de 2016, Patrick Soon-Shiong invirtió setenta puntos cinco (70,5) millones de dólares en Tribune. Al hacerlo, se convirtió en el segundo mayor accionista de la compañía. El multimillonario fue considerado un escudero blanco por comprar un gran número de acciones para ayudar a rechazar el intento de adquisición de Gannett Co. (Watchell, Lipton, Rosen & Katz,2015, p.387).

4.3. Píldora envenenada (*poison pill*)

Esta táctica de defensa se conoce como un plan de derechos de los accionistas. Dicha estrategia les permite a los accionistas existentes comprar las acciones recién emitidas si un accionista ha comprado más de un porcentaje estipulado de las acciones, lo que provoca una dilución de la participación de la empresa adquirente. El comprador que está realizando la defensa, normalmente la empresa adquirente, queda excluido del descuento.

El término “píldora envenenada” se utiliza a menudo en sentido amplio para incluir una serie de defensas, como la emisión de deuda adicional, cuyo objetivo es hacer menos atractiva la empresa objetivo.

Este mecanismo fue utilizado por primera vez en Estados Unidos en 1980 por la firma de abogados Watchell, Lipton, Rosen, & Katz. Este es considerado un mecanismo de defensa secundario, pues si bien es efectivo para disuadir una OPA no necesariamente van a evitar que el oferente desista de la OPA completamente. Asimismo, esta táctica en caso de usarse indebidamente puede debilitar la compañía.

Existen dos (2) tipos de mecanismos de píldora envenenada. El primero es el que se denomina “*Flip-In Poison Pill*”.

“In the flip-in poison pill variation, all the target’s shareholders, except for the hostile acquirer, are allowed to purchase additional shares at a discount. The purchase of additional shares results in instantaneous profits to other shareholders and the practice dilutes the value of the limited number of shares already purchased by the acquirer — but the catch is that those that did not opt in to purchase more shares are also diluted. The right to purchase is offered to the target’s shareholders before a takeover is finalized and is conditional on a specific “trigger,” such as when once the hostile acquirer

amasses a certain threshold percentage of total shares” [En la variante de la píldora envenenada, todos los accionistas de la empresa objetivo, salvo el adquirente hostil, pueden comprar acciones adicionales con descuento. La compra de acciones adicionales da lugar a beneficios instantáneos para otros accionistas y la práctica diluye el valor del número limitado de acciones ya compradas por el adquirente - pero el truco es que los que no optaron por comprar más acciones también se diluyen. El derecho de compra se ofrece a los accionistas del objetivo antes de que finalice la adquisición y está condicionado a un “desencadenante” específico, como cuando una vez que el adquirente hostil acumula un determinado porcentaje umbral del total de acciones] (WallStreet, s.f.).

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede establecer que el “*Flip-In Pill*” es un mecanismo mediante el cual los accionistas de una sociedad pueden comprar participación accionaria adicional por un valor menor al precio del mercado. Esto, con el fin de diluir el valor de la sociedad debido al incremento de acciones. Se señala que esta táctica únicamente podrá emplearse si los estatutos de la sociedad establecen la posibilidad de los accionistas de adquirir dichas acciones en un valor menor al precio del mercado.

Este mecanismo tiene una particularidad y es que los mismos accionistas de la sociedad tienen la facultad de adquirir las acciones por un precio menor al precio del mercado, lo cual es un beneficio que el tercero adquirente no tiene. Sin embargo, aquellos accionistas que escojan no adquirir acciones adicionales se verán afectados en el sentido de que su participación se verá diluida. Es importante señalar que esta táctica únicamente podrá ser aplicada antes de que la OPA sea finalizada y siempre y cuando el tercero adquirente busque una adquisición de la mayoría del capital de la sociedad.

Por otro lado, está el mecanismo “*Flip-Over Poison Pill*”:

“The flip-over poison pill strategy enables shareholders of the target to purchase the shares of the acquirer at a steeply discounted price if the hostile takeover ends up being successful. As an example, the target company’s shareholders can obtain the right to purchase the stock of its acquirer at a two-for-one rate, which dilutes the equity in the acquirer (and that of their shareholders)” [La estrategia de la píldora venenosa permite a los accionistas de la empresa objetivo comprar las acciones de la adquirente a un precio muy reducido si la adquisición hostil acaba teniendo éxito. Por ejemplo, los accionistas de la empresa objetivo pueden obtener el derecho a comprar las acciones de su adquirente a un precio de dos por uno, lo que diluye el capital de la adquirente (y el de sus accionistas)] (WallStreet, s.f.).

La táctica *“Flip-Over”* permite que los accionistas de una sociedad adquieran acciones adicionales a un precio menor del mercado. Si bien a primera vista pareciera similar a la táctica *“Flip In”*, esta se diferencia en el sentido de que únicamente podrá ser utilizada en el momento en el que exista una oferta en firme por las acciones de la sociedad (y que la misma no haya sido rechazada por ningún motivo y haya sido perfeccionada). En ese sentido este mecanismo es una protección posterior a la perfección de una OPA.

El ejemplo más claro del uso de esta de la táctica de la píldora envenenada es la OPA hostil contra Netflix.

“In 2012, Netflix adopted a Poison Pill to fend off Carl Icahn from effecting a hostile takeover. Upon learning that Icahn had acquired a 10% stake in the company, Netflix immediately went on the defensive. Any attempt to buy a large equity position in Netflix without board approval would result in flooding the market with new shares, making any stake attempt expensive.” [En 2012, Netflix adoptó una píldora envenenada para evitar que Carl Icahn llevara a cabo una adquisición hostil. Al enterarse de

que Icahn había adquirido una participación del 10% en la empresa, Netflix se puso inmediatamente a la defensiva. Cualquier intento de adquirir una posición accionarial importante en Netflix sin la aprobación del consejo de administración provocaría una inundación del mercado con nuevas acciones, lo que encarecería enormemente cualquier intento de participación] (CFI, s.f.).

4.4. Joyas de la corona (*crown jewels*)

En este mecanismo de defensa, la sociedad crea una disposición en sus estatutos para que se exija la venta de los activos más valiosos si hay una adquisición hostil, lo que la hace menos atractiva como oportunidad de adquisición. A menudo se considera una de las últimas líneas de defensa. En ese sentido, las “joyas de la corona” equivalen a aquellos activos más rentables de una sociedad.

El razonamiento detrás de la aplicación de esta defensa es que la compañía vende sus activos a lo que se denomina una “compañía amiga” o a un escudero blanco esperando ejercer el derecho de recompra una vez la OPA no haya prosperado.

Sin embargo, existen riesgos latentes al utilizar este mecanismo.

“Firstly, the target company by selling its valuable assets, it might receive excessive amounts of cash in return. This might make the target company even more attractive towards the bidder, hence the purpose of the crown jewels will have been defeated. A solution could be to use the profit made to finance other takeover defenses, for instance special dividends to shareholders. Another risk is that if the target company decides to sell its assets to a friendly white knight, it must be certain that it will buy

them back. Detailed agreements should be drafted, stating the terms of the lease of the assets and their reacquisition price.” [En primer lugar, la compañía objetivo, al vender sus activos, podría recibir a cambio elevadas cantidades de dinero. Esto podría hacer que la compañía objetivo resultara aún más atractiva para el oferente, con lo que se habría frustrado el objetivo de las joyas de la corona. Una solución podría ser utilizar los beneficios obtenidos para financiar otras defensas de la adquisición, por ejemplo, dividendos especiales a los accionistas. Otro riesgo es que, si la empresa objetivo decide vender sus activos a un caballero blanco o a una compañía amiga, tiene que estar segura de que los recomprará. Deben redactarse acuerdos detallados en los que se establezcan las condiciones del arrendamiento de los activos y su precio de readquisición] (Tachmatizidi, 2018, p.4).

El ejemplo más representativo de esta operación es la OPA de Sun Pharmaceutical Industries LTD, en la *Federal Trade Commission* falló en contra del mecanismo de defensa y obligó a no vender los activos.

La Comisión denunció que la propuesta de adquisición de Taro Pharmaceutical Industries, Ltd. por Sun Pharmaceutical Industries Ltd. reduciría sustancialmente la competencia, lo que probablemente se traduciría en precios más altos para tres formulaciones genéricas distintas del medicamento anticonvulsivo carbamazepina, utilizado ampliamente como antiépiléptico y para prevenir y controlar las convulsiones. El acuerdo propuesto habría reducido el número de proveedores de medicamentos a un nivel en el que el número de competidores tiene un impacto directo y sustancial en los precios. Para remediar estos problemas, Sun acordó desprenderse de todos sus derechos y activos necesarios para desarrollar tres formas genéricas de carbamazepina: 1) comprimidos de liberación inmediata; 2) comprimidos masticables; y 3) comprimidos de liberación prolongada (Federal Trade Commission, 2008).

Capítulo 3 Retos en la legislación colombiana

Como se mencionó anteriormente, el objetivo detrás de una OPA hostil es ostentar el control de la compañía objeto. Es importante señalar que el Código de Comercio ha establecido este control en los siguientes términos:

“Una sociedad será subordinada cuando su poder de decisión se encuentre sometido a la voluntad de otra u otras personas que serán su matriz o controlante, bien sea directamente, caso en el cual se denominará filial o con el concurso o por intermedio de las subordinadas de la matriz, en cuyo caso se llamará subsidiaria” (Código de Comercio, artículo 260).

“Igualmente habrá subordinación, para todos los efectos legales, cuando el control conforme a los supuestos previstos en el presente artículo, sea ejercido por una o varias personas naturales o jurídicas de naturaleza no societaria, bien sea directamente o por intermedio o con el concurso de entidades en las cuales éstas posean más del cincuenta por ciento (50%) del capital o configure la mayoría mínima para la toma de decisiones o ejerzan influencia dominante en la dirección o toma de decisiones de la entidad” (Código de Comercio, artículo 261).

Por su parte, la Superintendencia de Sociedades de Colombia ha establecido que:

“La figura de la toma de control tan solo puede presentarse en aquellas sociedades abiertas en las que el capital accionario se encuentre lo suficientemente disperso como para que ningún sujeto

detente la mayoría absoluta de las acciones emitidas y en circulación” (Auto No. 801-013957 del 4 octubre 2012).

El mismo Auto también estableció que:

“Cuando no se han pactado mayorías especiales en los estatutos sociales, un accionista que detenta más del 50% de las acciones suscritas cuenta con la posibilidad de aprobar cualquier decisión sometida a consideración de la asamblea general de accionistas [con excepción, por supuesto, de las decisiones que requieran una mayoría calificada por disposición expresa de la ley] [...]. Esta potestad tiene un valor económico, cuya cuantía puede tasarse con precisión (...)” (Auto No. 801-013957 del 4 octubre 2012 de la Superintendencia de Sociedades).

“El valor atribuido al control societario está reflejado en la denominada prima de control, la cual se hace efectiva en el momento en que un controlante decide enajenar su mayoría accionaria en la compañía”. Así, pues, los accionistas que decidan vender su participación mayoritaria de capital podrán exigir el pago de la referida prima, como contraprestación por la transferencia del control sobre una sociedad” (Auto No. 801-013957 del 4 octubre 2012 de la Superintendencia de Sociedades).

En particular, el tema de la toma de control puede suponer particularmente un impedimento para adelantar una adquisición hostil, pues las sociedades donde existe un solo accionista con más del cincuenta por ciento (50%) de las acciones controla a su vez las mayorías decisorias. Es por esto por lo que, al adelantar una OPA hostil, se buscan sociedades abiertas que

tengan su capital accionario disperso para que no pueda haber un “bloqueo” por parte del accionista mayoritario.

En Colombia, el éxito de una OPA está condicionado a las decisiones de los administradores de la sociedad objetivo. Particularmente, el artículo 25 de la Ley 222 de 1995, establece un mecanismo para tomar el control de manera hostil de una empresa, pues busca evadir restricciones estatutarias como lo son los mecanismos de convocatoria de las asambleas de accionistas y las mayorías necesarias para la remoción de los administradores.

“La acción social de responsabilidad contra los administradores corresponde a la compañía, previa decisión de la asamblea general o de la junta de socios, que podrá ser adoptada, aunque no conste en el orden del día. En este caso, la convocatoria podrá realizarse por un número de socios que represente por lo menos el veinte por ciento de las acciones, cuotas o partes de interés en que se halle dividido el capital social. La decisión se tomará por la mitad más una de las acciones, cuotas o partes de interés representadas en la reunión e implicará la remoción del administrado” (Artículo 25, Ley 222 de 1995).

Del apartado anterior se puede evidenciar que dicha acción puede ser realizada por accionistas minoritarios, pues solo es requerido la presencia de accionistas que representen tan solo el veinte por ciento (20%) de las acciones. Si bien esta acción está principalmente ideada para la remoción de un administrador, no existe restricción alguna dentro de la Ley 222 de 1995 que evite que se tomen otras decisiones adicionales en dicha asamblea. Por tanto, podría ser un mecanismo eficaz a la hora de tratar de adquirir una compañía.

Hasta el 2021 en Colombia no se hablaba de OPAs hostiles, por lo que las compañías no habían tenido la necesidad de defenderse de las mismas. Teniendo en cuenta que las adquisiciones realizadas en 2021 abrieron la puerta a la posible adquisición de más compañías por medio de una OPA hostil, la regulación (tanto financiera como societaria) de Colombia podría llegar a quedarse corta al momento de establecer medidas que puedan realizar los administradores para defender los intereses de sus accionistas, lo cual será desarrollado a continuación.

El Decreto 2555, establece prohibiciones a las sociedades que son objeto de una OPA hostil. Específicamente, el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 establece las siguientes prohibiciones:

“A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

- 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*” (Artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555).

Teniendo en cuenta lo anterior, la legislación financiera lo que busca es que se mantengan las condiciones en las que se realizó la OPA hasta su finalización, con el fin de que no se vean afectados los derechos de los oferentes. Este deber de mantener las condiciones sustanciales es lo que se denomina el deber de pasividad, por medio del cual los administradores no podrán interferir de ninguna manera en la OPA.

“El deber de pasividad supone la obligación de no injerirse en el transcurso natural de una oferta de adquisición de acciones formulada a los accionistas por un adquirente. En particular, se trata de evitar que los administradores desplieguen cualquier dispositivo que haga fracasar la oferta” (Séaz & Gómez, 2019, p.3).

Asimismo, se destaca que este deber de pasividad también evita que se puedan realizar los mecanismos de defensa explicados en el Capítulo 2 anterior, especialmente los mecanismos que implican acciones por parte de los administradores.

Resulta interesante señalar que Colombia no es pionero en esta regulación del deber de pasividad. Es más, el primer antecedente de la configuración de este deber tiene su origen en el ordenamiento jurídico del Reino Unido el cual se encuentra plasmado en las Directrices de 1959 de la *Issuing Houses Association*. Posteriormente, otros países, particularmente aquellos países que se rigen bajo el sistema *Civil Law* fueron aplicando esta regulación.

“A modo de ejemplo, en Francia, ya en 1970 la Commission des Opérations de Bourse reconoció el derecho de los destinatarios de una opa a decidir sobre la idoneidad de la misma y consagró la obligación de los administradores de observar los intereses de los accionistas durante la pendencia de la oferta en el Reglamento General de la Sociedad de Agentes de Cambio” (Rubio, 2019, p.64).

En Colombia, el alcance de este deber es proteger al oferente de la OPA, por lo que está estrictamente prohibido de la sociedad objetivo realice algún acto por fuera del giro ordinario del negocio. En ese sentido, existe una prohibición de realizar los mecanismos de defensa que se expusieron en el capítulo anterior, en la medida en que si se realiza cualquiera de esos actos de defensas podrán suponer una pérdida de interés o de oportunidad del oferente.

Resulta interesante que el legislador colombiano no le otorgó la facultad a los administradores de pronunciarse de alguna forma sobre la OPA que se está realizando por su compañía. Es más, de la interpretación de lo establecido en el Decreto 2555, cualquier manifestación por parte de los administradores podrá suponer una afectación al oferente.

Si se analiza otras legislaciones, las regulaciones permiten que los administradores den un concepto previo en el que estudian las condiciones del mercado y de la compañía en particular. Especialmente, se destaca que en Estados Unidos el *Securities Exchange Act de 1934* les otorga la posibilidad a los administradores de realizar un concepto dirigido a los accionistas sobre la viabilidad de la OPA y las recomendaciones de aceptarla o no. En esa misma línea, la legislación de Reino Unido permite que los administradores publiquen su opinión sobre la OPA a los accionistas. Esto resulta importante en la medida que los mismos administradores son los expertos

en el negocio que están realizando, así como de las características del mercado, por lo que son las personas idóneas para explicarle a los accionistas sobre la implicación que esto tendría en la sociedad. Es posible incluso que los mismos accionistas al momento de decidir vender sus participaciones no estén tomando una decisión informada al respecto. Por tanto, se reitera la necesidad en Colombia que se establezca más a fondo el alcance de este deber de pasividad.

En cuanto a la aplicación del mecanismo *poison pill*, en la cual el administrador busca desincentivar la adquisición de la compañía con acciones que tengan como finalidad que el oferente invierta más recursos en la compra, el Decreto 2555 es claro en su 6.15.2.1.19 numeral 4 que no se pueden realizar acciones que varíen sustancialmente el precio de los valores en cuestión. En este sentido, dicho mecanismo no es viable bajo la legislación colombiana.

En cuando al mecanismo de venta de la joya de la corona, el cual busca vender los activos clave de la compañía para desincentivar la compra, también está prohibido por el numeral 3 del artículo 6.15.2.1.19 pues no se puede enajenar o gravar más del cinco por ciento (5%) de los activos de la compañía en cuestión. En ese sentido, es claro que es inviable la realización de mecanismos de defensa que se aplican en Estados Unidos puesto que estas son medidas importantes en el momento que el precio de la OPA no refleje el valor del mercado.

Como se ha mencionado anteriormente, la legislación financiera actual cierra las posibilidades que frente a una OPA hostil se realicen ciertas acciones por parte de los accionistas de una sociedad con el fin de mantener las condiciones en las que la OPA fue lanzada. Si bien, la normatividad es clara en señalar que dichas acciones se podrían realizar por decisión de los órganos de la sociedad antes de la realización de la OPA, no siempre podrá ser previsible de manera previa las medidas que se deban tomar como medio de protección. Esto particularmente va ligado a la regulación

societaria en Colombia sobre la responsabilidad de los administradores, pues si bien las posibles medidas de defensa contra una OPA están encaminadas a proteger a la compañía objetivo, estas podrían afectar a los accionistas, por lo que se trata de restringir al máximo las actuaciones que puedan perjudicar a una sociedad en específico.

De cara a la regulación del Decreto 2555 de 2010, es clara la carencia del legislador en relación con la posibilidad de adoptar medidas para combatir una OPA hostil. Si bien el deber de pasividad consagrado en dicho decreto tiene la finalidad de que se mantengan las condiciones de una sociedad frente a la cual se va a ofertar, es importante establecer garantías a favor de los accionistas de una sociedad. En ese sentido, sería pertinente que el legislador colombiano se remitiera a los principios impartidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (“IOSCO”), de la cual Colombia es miembro, en relación con los tenedores de valores. Particularmente, se destaca el principio 17 el cual establece que:

“Al tratar de salvaguardar el trato imparcial y equitativo de los accionistas (en particular, en relación con las decisiones de voto y las operaciones de cambio del control), este Principio respalda la protección de los inversionistas y unos mercados justos, eficientes y transparentes. Este Principio exige una evaluación acerca de si se protegen los derechos básicos de los accionistas y si los accionistas dentro de una clase reciben un trato equitativo. El Principio 17 aborda muchos de los mismos problemas cubiertos por los Principios I y II de los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económicos (OCDE), relativos a los derechos y el trato equitativo de los accionistas, especialmente en relación con las decisiones de voto, las ofertas públicas de adquisición y otras operaciones que puedan dar lugar a un cambio del control o que puedan concentrar el control” (IOSCO, 2013 p. 103).

Teniendo en cuenta el principio anterior, resultaría práctico que se incluyera un acápite en el Decreto 2555 estableciendo los requisitos mínimos de seguridad que los accionistas de una sociedad deberán tener frente a una OPA, especialmente de cara a los accionistas minoritarios. En ese sentido, se debería incluir regulación relativa a el trato imparcial y equitativo de los inversionistas, las obligaciones de información por parte de los órganos sociales para evaluar las ofertas, y regulación sobre las consecuencias de las malas prácticas por parte de los administradores.

Ahora bien, teniendo en cuenta que se abrió la posibilidad de que más oferentes realicen OPAs hostiles para la toma de control de una sociedad en Colombia, valdría la pena incluir una sección en el Decreto 2555 sobre la regulación de las OPAs hostiles, tal como se hizo con las OPAs voluntarias por ejemplo. En dicho acápite es pertinente incluir (i) requisitos, (ii) regulación sobre las obligaciones de las partes frente a la misma y (iii) sanciones frente al incumplimiento de cualquier obligación. Particularmente, resultaría relevante incluir una sección sobre el papel de los administradores de las sociedades frente a las OPAs y la obligación de los para actuar en el mejor interés de los accionistas.

En relación con la posible inclusión de los mecanismos de defensa contra las OPAs hostiles, es importante resaltar que se deberán adecuar a la legislación colombiana, teniendo en cuenta que el mercado de valores no funciona de la misma manera que el de Estados Unidos. Asimismo, para no eliminar el principio de pasividad por completo, se podría estudiar la posibilidad de que la sociedad tenga un término establecido para analizar la oferta y realizar los mecanismos de defensa que el legislador considere pertinente (en términos que deberán ser previamente regulados), sin que dicho

medio implique una actuación contraria a los intereses de la sociedad. Posiblemente, el término adecuado para realizar estos actos podría ser entre la etapa de comunicación de la OPA y la aceptación de la misma (para el correcto funcionamiento de esto, se deberá analizar la posibilidad de ampliar el término entre ambas etapas). Sin embargo, este tema deberá ser estudiado más a fondo por el legislador colombiano para su correcta regulación y aplicación.

Por otro lado, los administradores de una sociedad deben actuar conforme a las leyes y cumpliendo sus deberes fiduciarios, en ese sentido, deben cumplir con los siguientes principios: (i) cuidado; (ii) lealtad; y (iii) buena fe. Los administradores están obligados a actuar de manera transparente al momento de tomar decisiones. Si un administrador es negligente al momento de actuar y no cumple con los principios anteriormente mencionados, podrá ser sujeto a demandas por parte de los accionistas con el fin de que sean indemnizados por los daños causados. En ese sentido, en el marco de una OPA, en caso de que un se decida implementar un mecanismo de defensa, no solo implicaría una violación a lo establecido en el Decreto 2555 sino que también podrían verse inmersos en una demanda instaurada por los accionistas por violar los deberes fiduciarios.

Teniendo en cuenta lo anterior, se podría concluir que, a grandes rasgos, no hay mucho campo de acción por parte de una sociedad para poderse defender de una OPA, particularmente las hostiles. Sin embargo, una posible alternativa sería la aplicación del BJR en Colombia.

La Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades ha invocado tanto tácita o explícitamente la regla de discrecionalidad. Particularmente la Sentencia 800-85 del 8 de julio de 2015 resaltó lo siguiente:

“[l]as normas que rigen las actuaciones de los administradores buscan promover un delicado equilibrio entre la autonomía con la que deben contar tales sujetos para conducir los negocios sociales y la responsabilidad que debe atribuírseles por el cumplimiento inadecuado de esa gestión. Este equilibrio parte de la denominada regla de la discrecionalidad (‘business judgment rule’), por cuyo efecto los jueces suelen abstenerse de auscultar las decisiones adoptadas por los administradores en el ejercicio objetivo de su juicio de negocios. Este respeto judicial por el criterio de los administradores busca que tales funcionarios cuenten con suficiente discreción para asumir riesgos empresariales, sin temor a que su gestión administrativa sea juzgada, a posteriori, por los resultados negativos de sus decisiones. (...) En síntesis, pues, los administradores no podrían actuar como un “buen hombre de negocios” si las cortes deciden escudriñar todas las decisiones que estos sujetos adopten en desarrollo de la empresa social”” (Superintendencia de Sociedades, Sentencia 800-85 del 8 de julio de 2015).

El BJR podría jugar un rol importante en estos mecanismos de defensa.

“El business judgment rule se torna en un concepto trascendental en el derecho corporativo, grosso modo relacionado con el grado de intervención que los jueces aplican (ex – post) sobre las conductas de los administradores sociales. No obstante, dicha aplicación dista de ser pacífica, teniendo en cuenta que su desarrollo es relativamente reciente en el derecho colombiano de tradición civilista-continental; y paralelamente estudiado –desde vieja data– dentro de la construcción jurídica del derecho societario anglosajón (más precisamente, estadounidense)” (Malte, 2022, p.51.).

Para analizar la posible aplicación del BJR en Colombia en el marco de las OPAs hostiles, es importante resaltar cómo se ha entendido dicho principio bajo la legislación de Estados Unidos (teniendo en cuenta que es el pionero en este tema en específico).

En Estados Unidos, cuando se cuestiona una decisión de los administradores y se aplica el BJR la carga de la prueba recae en los accionistas para poder demostrar que efectivamente se cometió alguna trasgresión a sus deberes fiduciarios. Sin embargo, cuando dichas decisiones surgen de un contexto en el cual una OPA hostil está en proceso, el estado de Delaware particularmente ha elaborado un criterio de revisión más estricto.

“When Unocal Corp. v. Mesa Petroleum reached the Delaware court, the court recognized that directors through their defensive measures sometimes act with the purpose of retaining control. (...) It is likely that directors will forsake the interest of shareholders in case of a hostile takeover. As a basis of this, the courts have shifted the burden of proof to the directors as put forward in the Unocal case” [Cuando Unocal Corp. v. Mesa Petroleum llegó al tribunal de Delaware, éste reconoció que los consejeros, a través de sus medidas defensivas, actúan a veces con el propósito de conservar el control. (...) Es probable que los consejeros renuncien al interés de los accionistas en caso de una adquisición hostil. Por ello, los tribunales han trasladado la carga de la prueba a los consejeros, como se expuso en el caso Unocal] (Nagy, 2016, p.23).

“Consequently, the Delaware courts now apply what is known as the Unocal test before the directors are afforded the protection of the Business Judgment Rule” [En consecuencia, los tribunales de Delaware aplican ahora lo que se conoce como la prueba Unocal antes de que los administradores gocen de la protección de la Business Judgment Rule (Regla del criterio empresarial)] (Nagy, 2016, p.23).

“Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors' decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment for that of the board.” [Por lo tanto, a menos que se demuestre por una preponderancia de la evidencia que las decisiones de los directores se basaron principalmente en perpetuarse en el cargo, o alguna otra violación del deber fiduciario como el fraude, la extralimitación, la falta de buena fe, o la falta de información, un Tribunal no sustituirá su juicio por el de los directores] (Nagy, 2016, p.22).

Teniendo en cuenta lo anterior, y considerando que la Superintendencia de Sociedades ha abierto las puertas a una posible aplicación del BJR, habría una posibilidad que los administradores puedan tener discreción para tomar decisiones respecto de su sociedad, especialmente en el marco de una OPA hostil sin que sea parte del escrutinio judicial. La posible aplicación del BJR implicaría la aplicación del “*Unocal Test*” que tal como se explicó anteriormente, se deberá probar que las actuaciones de los administradores: (i) fueron de buena fe para proteger los intereses de la sociedad; (ii) las medidas tomadas fueron proporcionales a la amenaza a los intereses de la sociedad; y (iii) las acciones no fueron coercitivas. Si bien esta podría ser una opción para protegerse contra los impactos de una OPA hostil, dicho tema deberá ser estudiado a profundidad para su posible aplicación en un futuro.

Conclusiones

A luz de los sucesos de 2021, en Colombia se abrió la puerta para la adquisición de compañías por medio de las OPAs hostiles. A lo largo del presente trabajo, se hizo un estudio paralelo del marco general de la regulación financiera de Colombia y el marco legal estadounidense, con el fin de identificar los retos que tiene la regulación colombiana frente a los mecanismos que pueden implementar los administradores con el fin proteger los intereses de los accionistas.

Específicamente, se estudiaron los mecanismos de defensa que tienen sus antecedentes en Estados Unidos ((i) el Caballero Blanco (*White Knight*); (ii) el Escudero Blanco; (iii) Píldora Envenenada; y (iv) Vender las Joyas de la Corona) con el fin de identificar si existe la posibilidad ser medios idóneos de prevención de la toma hostil de una compañía.

Sin embargo, tal como se analizó en el tercer capítulo, estos mecanismos resultan inviables en el ordenamiento jurídico colombiano en la medida que son prohibidos por el deber de pasividad que trae el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555. En ese sentido, se concluye que la legislación financiera lo que busca es que se mantengan las condiciones en las que se realizó la OPA hasta su finalización, con el fin de que no se vean afectados los derechos de los oferentes. La única alternativa que tendrían los administradores para aplicar alguno de estos mecanismos sería que previo al inicio de una OPA hostil el máximo órgano societario haya aprobado la enajenación, gravamen o cualquier acto que implique la disposición de activos de una sociedad.

De lo analizado a lo largo del trabajo, queda claro que la legislación colombiana aún tiene aspectos a mejorar en su legislación para volverla más robusta. Esto no quiere decir que deje de

existir el deber de pasividad, sino que les permitan a los accionistas o a los administradores en su representación, tener un papel más activo en este tipo de operaciones.

Por ejemplo, tal como se mencionó, el legislador no le otorgó la facultad a los administradores de pronunciarse de alguna forma sobre la OPA que se está realizando por su compañía. Es más, de la interpretación de lo establecido en el Decreto 2555, cualquier manifestación por parte de los administradores podrá suponer una afectación al oferente. Se considera importante que al menos los administradores tengan la potestad de pronunciarse, especialmente a sus accionistas, para que, con sus conocimientos especializados en el giro ordinario de los negocios, puedan brindarles la información necesaria requerida para tomar la decisión de vender o no su porcentaje accionario.

Finalmente se destaca que actualmente, si un administrador toma una decisión en el marco de una OPA hostil, dicha acción podría verse sometida al escrutinio judicial. Sin embargo, la posible aplicación del BJR junto con el “*Unocal Test*” podría ser una opción para que los administradores tomen decisiones para proteger a la sociedad contra los impactos de una OPA hostil. La posible aplicación del “*Unocal Test*” (tal como fue descrito en el capítulo anterior) permitiría que los administradores de una sociedad tomen decisiones informadas que sean acordes con la situación particular para evitar que dicho test falle en contra de ellos considerando que las medidas defensivas no deben ser preclusivas ni coercitivas, sino que deben ser razonables y proporcionadas en relación con la amenaza planteada. Si bien esta podría ser una posible opción, dicho tema deberá ser estudiado a profundidad para su posible aplicación en un futuro.

Bibliografía

Aguirre, M. (2007). *La toma de control de las sociedades en los mecanismos de mercado de valores*. [Tesis de maestría]. Universidad Andina Simón Bolívar. Disponible en: <https://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/11110/1/T0560-MDE-Aguirre-%20La%20toma%20de%20control%20de%20las%20sociedades%20en%20los%20mecanismos.pdf>

ANDI. (s.f). *Mercado de Valores*.

<http://proyectos.andi.com.co/es/GAI/GuiInv/SisFin/MerVal/Paginas/EstMer.aspx>

Bolsa de Valores Colombiana. (s.f). *Resumen Normativo*.

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Resumen_Mensual_Normas?action=dummy

Banco de la República. (s.f). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente.

Disponible en:

https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_1023.pdf

Bolsa de Valores Colombiana. (s.f). Resumen normativo. Disponible en:

<https://www.bvc.com.co/mercado-de-valores?tab=resumen-mensual-de-normas>

CFI. (2022). *Poison Pill: a defensive strategy to dissuade any hostile take overs*. Disponible en:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/poison-pill-shareholder-rights-plan/>

Código de Comercio. (2022). Edición 47, Legis.

Código General del Proceso. (2023). Edición 15, Legis.

Concepto 2006011868-001 del 18 de abril de 2006 Superintendencia Financiera de Colombia.

Concepto 19999-1600 del 8 de septiembre de 1999 de la Superintendencia de Valores

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. Julio 15 de 2010.

Escuela de la Rama Judicial. (2018). *Sistema Financiero de Colombia*.

https://escuelajudicial.ramajudicial.gov.co/sites/default/files/biblioteca/235016-Sistema_Financiero.pdf

Federal Trade Commission. (2008). *Sun Pharmaceutical Industries Ltd., In the Matter of (Taro Pharmaceuticals)*. Disponible en: <https://www.ftc.gov/legal-library/browse/cases-proceedings/071-0193-sun-pharmaceutical-industries-ltd-matter-taro-pharmaceuticals>

Forigua, J. (2008). Ofertas Públicas de Adquisición de valores: el nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia. *Revista de Derecho Privado* (39). Disponible en: <https://repositorio.uniandes.edu.co/bitstream/handle/1992/47446/ofertas-publicas->

adquisicion-valores-colombia.pdf?sequence=1

IOSCO. (2013). *Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y*

Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO. Disponible en:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

Jensen M & Meckling, W. (2000). A theory of the firm. Harvard Business School. Disponible

en: <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

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. 42156.

Ley 964 de 2005. Por medio de la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Julio 8 de 2005. D.O No. 45.963.

Malte, G. (2002). Análisis del régimen de responsabilidad de los administradores societarios ante situaciones de conflicto de interés: Una propuesta de regulación de la “business judgment rule” en Colombia. [Tesis de maestría]. Universidad Nacional de Colombia. Disponible en: <https://repositorio.unal.edu.co/bitstream/handle/unal/82029/1032459537.2022.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

Melo, et al. (2021). Ofertas Públicas de Adquisición y su efecto sobre las rentabilidades en el

mercado accionario: El caso de NUTRESA y SURA en Colombia. *Borradores de Economía*.

Disponible en: https://img.lalr.co/cms/2022/04/11172737/be_1195.pdf

Nagy, S. (2016). Hostile takeovers in the face of the Business Judgment Rule. [Tesis

doctoral]. Universidad Uppsala. Disponible en: <http://www.diva-portal.se/smash/get/diva2:1044982/FULLTEXT01.pdf>

Osterle, D. (2006). Mergers and Acquisitions. Thomsonwest

Palmiter, A & Partony, F. (2004). Corporations: a contemporary approach. West Academic

Publishing.

Payet, J. A. (s.f). OPAs hostiles y medidas de protección:

<https://img.lalr.co/cms/2021/12/07163803/16020-Texto-del-art%C3%ADculo-63640-1-10-20161212.pdf>

Rankia. (2020). Clasificación del mercado de valores. Disponible en:

<https://www.rankia.co/blog/analisis-colcap/3548171-clasificacion-mercado-valores>

Rubio, M. (2019). *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*.

[Tesis doctoral]. Universidad Complutense de Madrid. Disponible en:

<https://eprints.ucm.es/id/eprint/56774/1/T41343.pdf>

Suescún de Roa, F. (2015). Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “píldora venenosa”. *Revista de Derecho Privado*, (53),1-43. Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360039790009>

Superintendencia de Sociedades. Auto No 801-12876 del 22 de julio de 2013. Disponible en: <https://app.vlex.com/#/vid/799277437>

Superintendencia de Sociedades. Auto No 801-013957 del 4 de octubre de 2012. Disponible en: <https://vlex.com.co/vid/auto-n-801-17366-799277425>

Superintendencia de Sociedades. Sentencia No 800-85 del 8 de julio de 2015. Disponible en: <https://vlex.com.co/vid/sentencia-n-800-85-799277329>

Tachmatzidi, I. (2018). Takeover Defenses in the United Kingdom. *International Journal of Economics and Business Administration*, 1(4), 105 – 118. Disponible en: <https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/43906/1/Takeover%20Defenses%20in%20the%20United%20Kingdom.pdf>

URF. (2019). Obtenido de Misión del Mercado de Capitales: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Watchell, Lipton, Rosen & Katz. (2015). Annual Financial Institutions M&A outline.

Wallstreet Prep. (s.f). *What is the Poison Pill Defense*. Disponible en:

<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/poison-pill/>