



**DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES EN FUSIONES Y
ADQUISICIONES: LA VERSIÓN COLOMBIANA DE LA
“PÍLDORA VENENOSA”**

FELIPE SUESCÚN DE ROA

Artículo de revisión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.53.2015.04>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 53

Enero - Junio de 2015. ISSN 1909-7794

Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “píldora venenosa”

Resumen

Los administradores deben actuar respetando el interés social, protegiendo los intereses de sus accionistas y de la sociedad en general, y en materia de fusiones y adquisiciones deben proceder de manera diligente y leal. Tratándose de adquisiciones hostiles, la ley les impone deberes adicionales. Tanto el estado de Delaware como la Comunidad Europea y Alemania han desarrollado paralelamente distintos deberes de los administradores en materia de adquisiciones hostiles. El presente artículo ofrece una visión general de dichos deberes en los mencionados sistemas; además, explica cuáles son los deberes en Colombia de los administradores frente a la oferta pública de adquisiciones (OPA) hostiles, las medidas de defensa y la aplicación de la píldora venenosa.

Palabras clave: fusiones, adquisiciones, administradores, accionistas, junta directiva, sociedades, derecho societario, deberes fiduciarios, deber de diligencia, deber de información, deber de informarse, deber de lealtad, oferta pública de adquisición, OPA, OPA hostil, adquisiciones hostiles, medidas de defensa, tácticas preventivas, píldora venenosa.

Directors’ Fiduciary Duties in M&A Transactions: a Colombian Version of the “Poison Pill”

Abstract

Directors owe fiduciary duties to the company and its shareholders. Particularly, in the M&A context directors have to act with due care and loyalty. In addition, takeovers impose fiduciary duties over directors. In Delaware, courts have refined those duties, especially for hostile takeovers. In parallel, the European Union and Germany have developed their own systems. This article presents an overview of director’s fiduciary duties in hostile takeovers in both Delaware and Europe. Furthermore, it explains how such duties, takeover defenses and the “poison pill” are incorporated and may be applied under Colombian law.

Keywords: mergers, acquisitions, M&A, directors, shareholders, board of directors, corporations, corporate law, fiduciary duties, duty of care, duty of loyalty, tender offers, hostile tender offers, takeover, hostile takeover, hostile defenses, defensive measures, antitakeover defenses, poison pill, shareholders’ rights plan.

Deveres dos administradores em fusões e aquisições: a versão colombiana da “pílula venenosa”

Resumo

Os administradores devem agir respeitando o interesse social, protegendo os interesses de seus acionistas e da sociedade em geral, e em matéria de fusões e aquisições devem proceder de maneira diligente e leal. Tratando-se de aquisições hostis, a lei lhes impõe deveres adicionais. Tanto o estado de Delaware quanto a Comunidade Europeia e Alemanha têm desenvolvido paralelamente distintos deveres dos administradores em matéria de aquisições hostis. O presente artigo oferece uma visão geral de ditos deveres nos mencionados sistemas; além disso, explica quais são os deveres na Colômbia dos administradores frente à oferta pública de aquisições (OPA) hostis, as medidas de defesa e a aplicação da píldula venenosa.

Palavras-chave: fusões, aquisições, administradores, acionistas, junta diretiva, sociedades, direito societário, deveres fiduciários, dever de diligência, dever de informação, dever de informar-se, dever de lealdade, oferta pública de aquisição, OPA, OPA hostil, aquisições hostis, medidas de defesa, tácticas preventivas, píldula venenosa.

Deberes de los Administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “píldora venenosa”*

Felipe Suescún de Roa**

SUMARIO

Introducción – I. FUSIONES – A. *Deber de los administradores en procesos de fusión* – 1. Debida diligencia – 2. Lealtad – II. ADQUISICIONES – A. *Negociaciones directas* – B. *Negociaciones a través del mercado público de valores* – 1. Aspectos relevantes de la regulación de las OPA en Colombia – 2. OPA hostiles – C. *Deberes de los administradores en adquisiciones* – 1. Deberes ante OPA hostiles en EE. UU. – 2. Deberes ante OPA hostiles en la Comunidad Europea – 3. Deberes ante OPA hostiles en Colombia – 3.1. Tácticas preventivas en Colombia – a. Disposiciones de justo precio (*fair price*) – b. Supermayorías – c. *Shareholders rights plan o Poison pill* (“píldora venenosa”) – III. CONCLUSIONES – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Suescún de Roa, F. (Junio, 2015). Deberes de los administradores en fusiones y adquisiciones: la versión colombiana de la “píldora venenosa”. *Revista de Derecho Privado*, 53. Universidad de los Andes (Colombia).

** Socio en Suescún Abogados. Profesor de Cátedra de Obligaciones y Responsabilidad Civil en la Universidad de los Andes. Abogado de la Universidad de los Andes con especialización en Derecho Comercial de la misma universidad. Maestría en Derecho (LL.M.) de Georgetown University Law Center. Fue asociado extranjero en el Grupo de Arbitraje Internacional de Freshfields Bruckhaus Deringer LLP en Washington D. C. Ha publicado diversos artículos tanto en inglés como en español, en publicaciones nacionales e internacionales, sobre aspectos relativos a arbitraje nacional e internacional, derecho comercial, corporativo, obligaciones, responsabilidad civil, contratos y derecho de los negocios en general. Contacto: felipesuescun@yahoo.com

Introducción

Aunque son comúnmente empleadas como si fuesen sinónimos, existen algunas diferencias entre las fusiones y las adquisiciones. La fusión puede definirse desde un punto de vista económico y jurídico. Desde el primero, significa:

Cualquier forma de concentración empresarial (adquisición de participaciones mayoritarias, compra de activos y pasivos o fusión propiamente dicha). En sentido jurídico societario significa la unión estrecha entre sociedades, de manera que solo subsiste una persona jurídica que absorbe los patrimonios de las otras sociedades participantes en la operación (Reyes, 2002, págs. 86-87).

Las fusiones, que normalmente son amistosas, implican la integración del patrimonio de las entidades participantes. En cambio, en las adquisiciones, que pueden ser tanto amistosas como hostiles, lo cual dependerá de si los administradores de las compañías están de acuerdo o no con la operación, se hace una oferta directamente a los accionistas de la compañía objetivo (o *target* como se conoce en inglés), sin necesidad de adelantar negociaciones previas con los administradores de esta última.

Si bien las adquisiciones y las fusiones son independientes, no es menos cierto que en muchos casos también pueden ser complementarias. Esto sucede con frecuencia, por ejemplo, cuando, en una primera fase, se lleva a cabo la adquisición de participaciones importantes de capital en una compañía y, en una segunda, se adelanta un proceso de fusión entre la sociedad que ad-

quirió dichas participaciones como absorbente y la entidad que las vendió como absorbida.

De este modo, en la operación de adquisición lo que experimenta modificación es la titularidad de los propietarios de las acciones de la sociedad adquirida, pero no el patrimonio de las entidades participantes; mientras que en la fusión se integra el patrimonio de la entidad absorbente con el de la absorbida (Concepto 2006044820-005/2006, Superfinanciera). Dichas distinciones, además de teóricas, tienen implicaciones prácticas que inciden en los deberes de los administradores frente a unas y otras, como se verá más adelante.

El presente artículo de investigación y reflexión busca resolver cuáles son los deberes de los administradores en materia de fusiones y adquisiciones en Colombia. Dado que en nuestro país el desarrollo del mencionado tema ha sido muy escaso, se acudirá al derecho comparado para resolver tal interrogante, toda vez que, a diferencia de Colombia, en otras latitudes sí ha sido estudiado de manera rigurosa y detallada. De igual forma, se busca explicar algunas medidas defensivas frente a la oferta pública de adquisiciones hostiles (OPA hostiles) en el país, poniendo particular énfasis en la *poison pill* o “píldora venenosa”, considerada mundialmente como la estrategia defensiva por excelencia, así como establecer en qué forma podría aplicarse en Colombia. Dichos temas, que prácticamente no han sido tratados en nuestro ordenamiento interno, habrán de ser analizados con base en el derecho comparado, señalando cuáles aspectos resultan aplicables y cuáles no.

Para lograr los anteriores objetivos se empezará analizando los deberes de los administradores en procesos de fusión, en particular, los deberes de diligencia y lealtad. Dado que los mencionados deberes resultan igualmente aplicables a las adquisiciones, el artículo se concentrará en determinar cuáles son los deberes de los administradores frente a las OPA hostiles, los cuales resultan ser únicamente aplicables en adquisiciones. Posteriormente, se explicarán algunas tácticas preventivas frente a las OPA hostiles y cómo podrían ser aplicadas de acuerdo con la legislación y la doctrina nacionales.

I. FUSIONES

Para entender adecuadamente la fusión es importante comprenderla tanto desde la perspectiva de negocios como jurídica. Dentro de las diversas razones que justifican las fusiones a partir de una visión de negocios, se encuentran las siguientes:

- Sinergias operativas: buscan lograr economías de escala al fusionarse con un cliente, un proveedor o un competidor;
- Planeación estratégica: ayuda a cumplir metas estratégicas de una forma más rápida y exitosa;
- Incrementar la cuota de mercado o ingresar a nuevos mercados;
- Sinergias financieras: las cuales se pueden presentar al mejorar el flujo de caja, la capacidad de endeudamiento, entre otros;

- Obtener un mejor estatus tributario;
- Adquirir nueva tecnología.

De otra parte, desde el punto de vista jurídico el artículo 172 del Código de Comercio (CCo) dispone que:

Habrà fusión cuando una o más sociedades se disuelven sin liquidarse para ser absorbidas por otra o para crear una nueva. La absorbente o nueva compañía adquirirá los derechos y obligaciones de la sociedad o sociedades disueltas al formalizarse el acuerdo de fusión.

La fusión, que implica una reforma estatutaria sujeta al trámite previsto en los artículos 158 y 162 del citado código, está regulada como una operación que representa la extinción de una o varias sociedades, sin liquidar, y que genera la consolidación patrimonial en una nueva sociedad o en otra ya existente, y la consiguiente integración de dos o más sociedades (Concepto 220-5685/2004, Supersociedades).

El principal efecto de la fusión, el cual se explica por la transmisión universal de derechos y obligaciones que esta implica, consiste en que la sociedad que subsiste o que se forma se hace titular de los patrimonios, recibe los activos y asume las obligaciones de cada una de las sociedades extinguidas. De este modo la fusión, que es una forma de consolidar empresas, persigue que la sociedad absorbente o la nueva ocupen jurídicamente la posición de las que desaparecen y las suceda en todas las relaciones jurídicas creadas con ocasión del desarrollo de las empresas fusionadas (Pinzón, 1968, págs. 520-521).

En otras palabras, la sociedad nueva o la absorbente continúan con la empresa y, por ministerio de la ley, la sustituyen en todas sus relaciones jurídicas, ya sea como titular de derechos, como sujeto de obligaciones o como sustituto en una posición contractual (Concepto 22062689/2002, Supersociedades).

El Código de Comercio establece diversos requisitos que se deben cumplir dentro de un proceso de fusión, entre los cuales se encuentran los siguientes: acta de asamblea o junta de socios en la que conste la aprobación del compromiso de fusión, de acuerdo con los requisitos previstos en el artículo 173; aviso a los acreedores (inciso segundo del artículo 5 de la Ley 222 de 1995); publicación en un diario de amplia circulación (art. 174 CCo); autorización por parte de la Superintendencia de Sociedades;¹ formalización del acuerdo de fusión a través de escritura pública (art. 177 CCo), entre otros.

De conformidad con el artículo 175 del CCo, los acreedores de la sociedad absorbida, dentro de los treinta días siguientes a la publicación del acuerdo de fusión y mediante proceso verbal, pueden exigir garantías satisfactorias y suficientes para la cancelación de sus créditos. Si el juez encuentra procedente la solicitud, sus-

pendará el acuerdo respecto de la sociedad deudora, hasta que se presente garantía suficiente o se cancelen los créditos. De haberse vencido el mencionado término sin haber pedido garantías, o si estas han sido otorgadas, “las obligaciones de las sociedades absorbidas, con sus correspondientes garantías, subsistirán solamente respecto de la sociedad absorbente.”

De otra parte, los artículos 55 a 63 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF) establecen las reglas que rigen los procesos de fusión de entidades financieras o aseguradoras, o entre alguna de estas y una empresa del sector real (Concepto 2002059954-1/2002, Superbancaria).

Las reglas especiales contenidas en los mencionados preceptos fueron establecidas con el propósito de facilitar la movilización y fortalecimiento del patrimonio de las entidades financieras y del sector asegurador, “bajo un marco regulatorio que posibilite o agilice la reestructuración de las mismas, en particular en la búsqueda de economías de escala, incremento de la competitividad del mercado y el logro de mayores niveles de eficiencia en sus operaciones” (Superbancaria, 1991, pág. 57 y ss.).

Dentro de los requisitos que el EOSF establece en relación con la fusión de este tipo de entidades, se destacan los siguientes: el artículo 56 regula el aviso que se le debe dar a la Superintendencia Financiera; por su parte, el artículo 57 determina las condiciones que debe tener el aviso a los accionistas; de acuerdo con el artículo 58, la mencionada Superintendencia puede objetar

1 La autorización por parte de la Superintendencia de Sociedades tiene dos regímenes. (i) Régimen de autorización general: existe una autorización general para llevar a cabo fusiones y escisiones para aquellas sociedades que estén vigiladas exclusivamente en razón del monto de sus activos e ingresos de acuerdo con el artículo 1 del Decreto 4350 de 2006 y que cumplan con los requisitos de la Circular Externa 01 de 2007. (ii) Para aquellas sociedades que sean vigiladas por causales diferentes a las mencionadas en el punto anterior, deben solicitar autorización previa a la Superintendencia de Sociedades para llevar a cabo una fusión o una escisión, de acuerdo con lo señalado en la Circular Externa 07 de 2008.

la fusión de entidades financieras o aseguradoras cuando se presenten las causales indicadas en dicho artículo;² el artículo 60 establece tanto el procedimiento de formalización de la fusión como los efectos de esta; y el artículo 62 fija los derechos de los accionistas minoritarios.³

A. Deber de los administradores en procesos de fusión

Si bien la legislación colombiana no establece expresamente deberes concretos que deban cumplir los administradores cuando se vean inmersos en operaciones de fusión, no es menos cierto que los deberes generales consagrados en la Ley 222 de 1995, en particular, el de la debida diligencia y el de lealtad, resultan plenamente aplicables a este respecto.

Con el propósito de esclarecer el contenido y el alcance de dichos deberes dentro del mencionado contexto, considero que los principios que se pueden extraer tanto de la jurisprudencia de las Cortes en Delaware como de la doctrina norteamericana, sirven como una excelente guía para lograr dicho objetivo, toda vez que están acordes con la legislación y la doctrina nacionales, no contrarían normas de orden público colombianas y son el producto de un desarrollo juicioso y detallado del tema.

1. Debida diligencia

En virtud de lo dispuesto en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, los administradores deben obrar con la diligencia de un buen hombre de negocios. Para la Superintendencia de Sociedades:

La diligencia del buen hombre de negocios, lleva implícitos deberes como el de informarse suficientemente antes de tomar decisiones, para lo cual el administrador debe asesorarse y adelantar las indagaciones necesarias, el de discutir sus decisiones especialmente en los órganos de administración colegiada, y, por supuesto, el deber de vigilancia respecto al desarrollo y cumplimiento de las directrices y decisiones adoptadas (Circular Externa 100-006/2008).

La debida diligencia, en términos generales, consiste en el deber de actuar con el cuidado que una persona prudente en similares circunstancias emplearía; dicho deber en el contexto de fusiones envuelve lo que comúnmente se conoce como *due diligence*, que no es otra cosa que el deber de los administradores de investigar y deliberar, de manera suficiente, respecto de la fusión que es sometida a su consideración, de tal modo que puedan demostrar que tomaron una decisión de negocios racional e informada.⁴

Adicionalmente, el concepto de debida diligencia requiere que los administradores lleven a cabo un análisis documentado de las distintas alternativas sometidas a su consideración y un

2 Ver: artículo 58 del EOSF; Concepto 2006048183-001 del 24 de octubre de 2006 de la Superintendencia Financiera.

3 Ver: Concepto 2006044820-005 del 2 de octubre de 2006 de la Superintendencia Financiera.

4 A este respecto ver, por ejemplo: Díaz (2004, pág. 123); Muñoz (1999, pág. 28 y ss.).

examen completo de toda la información que razonablemente esté a su disposición.⁵

Los administradores que actúan precipitadamente sin haber tomado en consideración de manera suficiente los distintos aspectos relevantes para la transacción, sin la debida información, o sin involucrarse activamente en la toma de decisión en la que se aprueba la fusión, pueden tener dificultades para defender dicha transacción en el caso que sean demandados (*Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 1994).

Los administradores que pretendan no ser declarados responsables en un proceso de esa naturaleza por violación al deber de diligencia, deberán haber tenido un rol activo en la toma de la decisión y haber estado debidamente informados a lo largo de todo el proceso de fusión (*Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 1989).

Con el fin de determinar con mayor precisión qué puede ser considerado como debida diligencia y qué no dentro del mencionado contexto, es preciso traer a colación el famoso caso *Smith v. Van Gorkom*. En este, Trans-Union, una sociedad controlante, estaba teniendo dificultades para generar ingresos suficientes que le permitieran compensar grandes créditos fiscales de inversión. La compañía tenía varios años

para resolver dicho problema antes de que se desperdiciaran tales créditos; sin embargo, Van Gorkom, director y miembro de la junta directiva, se empeñó en realizar una compra apalancada (*leverage buyout*) de una compañía, a \$55 dólares por acción (cuando el valor de mercado de la acción estaba en \$39 dólares), que le permitiera compensar dichos créditos. En este caso se trataba de una *cash-out merger*, un tipo de fusión en la que se excluye a los socios minoritarios, ya que estos, en cambio de recibir acciones de la nueva sociedad fusionada (como sí lo hacen los accionistas mayoritarios) reciben dinero en efectivo (Subramanian, 2005).

El mencionado valor de la acción se derivó, principalmente, de simples conjeturas hechas por el director financiero, en lugar de haberse fundamentado en una valoración profesional de la compañía, y fue admitido por Van Gorkom basado en el precio por el que él estaba dispuesto a vender sus acciones (*Smith v. Van Gorkom*, 1985).

En cuanto a la forma en que se adoptó la decisión para aprobar la fusión, a manera de ejemplo, se pueden puntualizar los siguientes aspectos: la mayoría de los altos directivos de la compañía y de los miembros de la junta directiva se enteraron del negocio el mismo día en que fue aprobado; Van Gorkom no distribuyó ningún tipo de información cuando se sometió a aprobación la fusión; para la toma de decisión, la junta directiva únicamente se basó en la palabra de este, la del presidente de Trans-Union, el concepto de un abogado en el que se infería que de no ser aprobada la fusión serían deman-

5 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del. 1993). Se trata de la información que razonablemente esté al alcance de los administradores, razón por la cual se ha dicho que "no cabe postular, en todo caso, la existencia de un deber de obtención exclusivo de las informaciones imaginables." En el mismo sentido ver: Holger (2002, pág. 1727).

datos y el concepto vago del director financiero que decía que el pago de \$55 dólares por acción estaba dentro del margen calculado; sin embargo, nunca se reveló cómo se llegó a dicho valor. Debido a lo anterior, la Corte Suprema de Delaware llegó a la conclusión de que el procedimiento que llevaron a cabo los administradores de Trans-Union en su decisión de vender la compañía fue temerario e imprudente, y señaló que la junta directiva había violado deberes fiduciarios, principalmente, el deber de diligencia, al no haber estado debidamente informada y al no haber revelado adecuadamente la información a los accionistas en busca de un voto favorable para la fusión (*Smith v. Van Gorkom*, 1985). En este punto se ha de recalcar que la información que deben obtener y proporcionar los administradores es aquella que razonablemente está disponible o se puede obtener, y no aquella que está fuera de su alcance (*Brehm v. Eisner*, 2000).

Como consecuencia de no haber cumplido apropiadamente con el deber de información, la Corte en *Smith v. Van Gorkom* determinó que en el comportamiento de los administradores de la compañía había mediado culpa grave, de manera que los declaró responsables y los condenó a pagar la diferencia entre el valor justo de mercado y el precio de las acciones que efectivamente se pagó en la fusión (*Brehm v. Eisner*, 2000).

Del mencionado caso se extrajeron algunos criterios⁶ que pueden servir de guía para de-

terminar si un administrador efectivamente ha tomado una decisión informada y, por ende, ha actuado con la debida diligencia en un proceso de fusión:

- La cantidad de tiempo destinada a investigar el negocio, la información y las distintas propuestas;
- La cantidad de tiempo empleada en decidir si se procede o no con la fusión;
- El conocimiento de las materias que son objeto de su decisión;
- La investigación realizada respecto de los números de la fusión, si estos proceden de información financiera fidedigna o simplemente provienen de informaciones, cuyo origen se desconoce;
- Si realmente existieron deliberaciones en relación con la fusión, es decir, si simplemente acogió la decisión propuesta o si en algún momento la cuestionó o se opuso a ella;
- Si fue previamente notificado de lo que se discutiría en la reunión en la que deliberaron y votaron;
- Si le fue presentada una opinión externa respecto de la fusión o si él mismo la buscó;
- Si hizo preguntas durante las deliberaciones en las cuales se debatía la conveniencia o no de la fusión; y,

6 Estos criterios fueron tomados de *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985) y de Melchione (2009, pág. 227).

- Si buscó otras ofertas u otras potenciales compañías para fusionarse.

Un aspecto fundamental para determinar si los administradores han actuado en concordancia con el deber de diligencia en un proceso de fusión, es el hecho de que estos hayan actuado tomando en consideración la información relevante que esté razonablemente a su alcance, la cual incluye la proveniente de la propia compañía o de cualquier *input* de expertos⁷ —banqueros de inversión, abogados, contadores, entre otros—, y que hayan deliberado de manera adecuada y suficiente. En otras palabras, el deber de diligencia exige que los administradores deben actuar asegurándose que tienen la información requerida para tomar una decisión informada, que le han dedicado el tiempo suficiente para analizar apropiadamente dicha información y que han obtenido, en aquellos casos que resulta ser necesario, asesoría externa.

Los administradores, cuando actúan de buena fe en el ejercicio de sus funciones, deben apoyarse en los documentos propios de la compañía, en las opiniones y reportes presentados por cualquiera de los directores de esta, sus empleados o asesores externos. De este modo, en principio, los administradores estarían liberados de la necesidad de verificar la veracidad de los documentos de la compañía o de la información que les sea proporcionada por los direc-

tores, empleados o consultores. Así las cosas, aunque el deber de diligencia le impone a los administradores la obligación de estar debidamente informados, de dicho deber no se desprende la obligación de verificar la autenticidad de la información subyacente, siempre que estén actuando de buena fe y que no se trate de una desproporción ostensible entre la realidad y la información suministrada (Drexler, Black y Gilchrist, 2010, párr. 15.06).

Respecto de la asesoría de consultores externos, es preciso puntualizar que aunque sus consejos pueden afectar la decisión de los administradores, estos últimos no podrán delegar todas sus responsabilidades en aquellos, toda vez que podrían quebrantar el deber de diligencia.

En la mayoría de fusiones, la opinión de las bancas de inversión en relación con el valor que se ha de pagar, así como los distintos análisis que estas llevan a cabo, les proporcionan a los administradores información relevante para evaluar la transacción propuesta. Aunque no existe un deber como tal de acudir a las bancas de inversión, los administradores de prácticamente todas las compañías vendedoras y muchas de las compradoras (al menos en las fusiones más importantes) lo hacen. Las opiniones de los banqueros de inversión resultan muy útiles para soportar las recomendaciones que los administradores les proporcionan a los socios respecto de una fusión propuesta.⁸

7 En este sentido se ha dicho que “Los consejeros de una sociedad anónima que no tengan relación significativa con los altos ejecutivos de la sociedad deben tener derecho a contratar a costa de la sociedad, actuando colegiadamente por voto de la mayoría de dichos consejeros, a asesores jurídicos, contables, y otros expertos para que les asesoren sobre los problemas que surjan en ejercicio de sus funciones y facultades” (American Law Institute, 1994, § 3.04).

8 De hecho, las Cortes en EE. UU. han dado el visto bueno respecto del uso de las bancas de inversión por parte de los administradores para evaluar posibles fusiones y los distintos aspectos relacionados con estas. Ver: Mirvis (2004, pág. 53).

En conclusión, para que los administradores actúen con la debida diligencia en procesos de fusión, estos deberán obtener información confiable tanto de fuentes internas como externas. De igual forma, deberán analizar detenidamente toda la información que razonablemente esté a su alcance, de manera que puedan sopesar los potenciales beneficios frente a los posibles efectos negativos que puede conllevar la fusión respecto de la sociedad y los accionistas. Deberán considerar seriamente las distintas alternativas, ser críticos frente a estas y darle el tiempo suficiente a las deliberaciones y a la toma de decisión.

2. Lealtad

El artículo 23 de la Ley 222 de 1995 impone a los administradores el deber de obrar con lealtad.⁹ El deber de lealtad o fidelidad del administrador encuentra su fundamento en su condición de gestor de patrimonios e intereses ajenos, en la medida en que el patrimonio que responde en última instancia de su actividad frente a terceros es el de la sociedad y no el del administrador (Gallego, 2013, pág. 502).

Del deber de lealtad se desprenden diversas obligaciones de carácter general. De una parte, al administrador se le impone la obligación de orientar su gestión hacia la promoción del interés social, de manera que debe anteponer el

interés social al propio o al de terceros. De otra parte, debe observar la obligación de comportarse con honestidad e integridad. De esta última obligación se infiere que el deber de obrar con lealtad no solo se circunscribe a las situaciones específicas consagradas en la ley, sino que también puede incluir otras manifestaciones que no están expresamente consagradas en esta (Gallego, 2013, pág. 502).

De la obligación del administrador de anteponer el interés social y de promover, en todo momento, la consecución de este, se derivan otros deberes específicos tales como: el de no utilizar en beneficio propio la posición que ostenta al frente de la sociedad; el de no perpetuarse en su posición de administrador en detrimento de la compañía (*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 1993); y el de comunicar conflictos de interés.

Dentro del deber de no utilizar en beneficio propio la posición que ostenta en la sociedad, se ha castigado el uso indebido de los activos sociales. En estos casos la deslealtad se deriva del empleo de los fondos sociales para propósitos distintos a los de obtener un beneficio para la sociedad. Resulta ser indiferente el destino que se dé a los activos. Es igualmente desleal utilizarlos para satisfacer necesidades personales que para una operación lucrativa, ya sea propia o ajena. Tal sería el caso de otorgar un préstamo a un tercero a una tasa de interés considerablemente inferior a la del mercado. Otro ejemplo de uso indebido de los activos sociales sería el que se vendiera una compañía a cambio de una contraprestación adecuada, pero en la que el administrador recibe una comisión o gratifi-

⁹ Este deber, en opinión de la Superintendencia de Sociedades, “es el actuar recto y positivo que le permite al administrador realizar cabal y satisfactoriamente el objeto social de la empresa, evitando que en situaciones en las que se presenta un conflicto de sus intereses se beneficie injustamente a expensas de la compañía o de sus socios” (Circular Externa 100-006/2008).

cación por haber promovido el negocio. En este último caso el administrador se aprovecha de su posición dentro de la sociedad para obtener un beneficio propio, que debió haber redundado en beneficio de la sociedad; la gratificación recibida tendría que haber supuesto un incremento del precio debido a la sociedad (Gallego, 2013, pág. 502).

Otra obligación que se deriva del deber de los administradores de no beneficiarse de la posición que ostentan dentro de la sociedad, consiste en no aprovechar oportunidades de negocio de esta, privándola de realizar operaciones o inversiones que la benefician desviándolas para sí. A diferencia de lo que sucede con el uso indebido de activos sociales, resulta irrelevante si los recursos utilizados son los propios de la sociedad, de un tercero o de un administrador. Lo importante es haber efectuado en su provecho una actividad que le correspondía haber realizado en favor de la sociedad (Gallego, 2013, pág. 513). Ejemplos de incumplimientos al mencionado deber se presentan dentro del contexto de las operaciones de fusión, cuando los administradores se benefician del negocio sin que así lo hagan la sociedad ni los accionistas (*Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 1987).

De otra parte, el deber de lealtad obliga a los administradores a no perpetuarse en su cargo, en detrimento de la compañía. En el caso de estar inmersos en una fusión, los administradores deberán decidir si la aceptan o no, de manera independiente, esto es, anteponiendo el interés de la compañía al propio (*Cheff v. Mathes*,

1964).¹⁰ De este modo, pueden presentarse violaciones al deber de lealtad por parte de los administradores que están impulsando el proceso de fusión, cuando hacen todo lo posible por continuar sirviendo como tales dentro de la nueva compañía fusionada (*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 1993). Otro ejemplo, sería el caso de presentarse distintas ofertas y que los administradores favorezcan una en concreto, movidos, principalmente, porque el éxito de dicha oferta les garantiza la permanencia en su cargo (Guerrero, 2010, pág. 17).

Como manifestación del deber genérico de lealtad, se deriva otro deber consistente en comunicar toda situación de conflicto directo o indirecto, ocasional o permanente, que pudieran tener los administradores con el interés social.¹¹ El fundamento de tal obligación radica en que debe ser la junta de socios o la asamblea general de accionistas, mediante autorización expresa, la que, en últimas, define si el interés social se puede ver afectado por la situación o conducta en cuestión. De acuerdo con el numeral 7 del artículo 23 de la Ley 222 de 1995, los administradores que se vean inmersos en un conflicto de interés deberán surtir un trámite de

10 Aunque esta regla fue aplicada en un caso de toma de control hostil, considero que también es plenamente aplicable en fusiones consentidas.

11 Existe consenso en cuanto a que las operaciones viciadas por conflictos de interés no son necesariamente contrarias al interés social (Supersociedades, Delegatura de Procedimientos Mercantiles, sentencia 14 may. 2014, *Loyalty Marketing Services Colombia S.A.S contra Shirley Natalia Ávila Barrios*. En este mismo sentido ha dicho la Supersociedades, “es factible que las operaciones viciadas por un conflicto de interés le reporten importantes beneficios a una sociedad, como en efecto parece haber ocurrido en el presente caso” (Delegatura de Procedimientos Mercantiles, sentencia 9 jul. 2013, *SAC Estructuras Metálicas S.A. contra Daniel Correa*).

autorización y serán los accionistas, reunidos en el seno del máximo órgano social, quienes decidirán la aprobación de todas aquellas operaciones en las que se presente un conflicto de tal naturaleza (Supersociedades, Delegatura de Procedimientos Mercantiles, sentencia 14 may. 2014). Adicionalmente, el mencionado deber se justifica en el hecho de que el administrador normalmente no está en condiciones de valorar de manera objetiva e imparcial, en el caso concreto, cuál es el interés de la sociedad, puesto que puede tender a privilegiar su interés frente al de la sociedad. Entre tanto, cabe puntualizar que el deber de comunicar el conflicto de interés lleva de suyo el consecuente deber de abstención, el cual obliga a los administradores a no realizar la actividad implicada en el conflicto (Gallego, 2013, págs. 527-534).

A manera de ejemplo: podría existir conflicto de interés en las llamadas *squeeze-out mergers*, en las que la sociedad controlante se encuentra a ambos lados de la operación, de manera que los administradores pueden tener intereses encontrados. En este y otros casos en que se puedan presentar conflictos de interés, los administradores que estén involucrados en una fusión habrán de divulgar el conflicto de interés en el que se puedan ver inmersos como consecuencia de esta (Melchione, 2009, pág. 230).

II. ADQUISICIONES

Tanto las personas naturales como jurídicas realizan adquisiciones de participaciones significativas de capital por distintos motivos (mu-

chos de los cuales justifican también las fusiones), dentro de los cuales podemos mencionar los siguientes:

- Obtener economías de escala, en razón de sinergias operacionales o financieras;
- Cumplir de una manera más apropiada metas estratégicas de la compañía;
- Obtener un retorno en la inversión comprando una compañía con administradores ineficientes y cambiarlos por otros mucho más eficientes;
- Incrementar el poder de mercado;
- Adquirir una compañía que se encuentra infravalorada;
- Obtener un tratamiento tributario más favorable.

Aunque las adquisiciones pueden envolver la integración del patrimonio de las entidades participantes, es decir, la fusión de estas, no necesariamente siempre es así. El nivel de integración necesario después de una adquisición dependerá, en gran parte, de los propósitos mismos de esta. Si, por ejemplo, el propósito principal está relacionado con obtener economías de escala, el grado de integración deberá ser alto. Sin embargo, si la idea detrás de la adquisición es cambiar administradores ineficientes, no es necesario integrarse.

En Colombia, la adquisición de participaciones significativas de capital se puede llevar a cabo

a través de negociaciones directas entre accionistas o socios y la compañía adquirente —en sociedades cerradas— o del mercado público de valores cuando la sociedad de la que se pretende adquirir participaciones de capital transa en bolsa (Reyes, 2002, pág. 145).

A. Negociaciones directas

Respecto de las sociedades cerradas, esto es, las que no cotizan en bolsa, la enajenación de participaciones de capital está sujeta a los trámites de renuncia al derecho de preferencia.

Cuando se pacta el mencionado derecho, los socios o los accionistas estarán impedidos para ceder sus cuotas o enajenar sus acciones a un tercero, hasta tanto se agoten los pasos que permitan el ejercicio del mencionado derecho (Oficio AN-16888/1987, Supersociedades).

En cuanto a la cesión de cuotas en sociedades de responsabilidad limitada, el artículo 363 del Código de Comercio dispone un procedimiento especial en relación con el derecho de preferencia. Dicho procedimiento aplica siempre que las partes en los estatutos no hayan renunciado al mencionado derecho o no hayan pactado un procedimiento distinto para tal efecto (Memorando 100-185/1994, Supersociedades).

En virtud de lo dispuesto en el artículo 403 del Código de Comercio, la regla general en materia de sociedades anónimas es que las acciones son libremente negociables, salvo que se haya pactado expresamente el derecho de preferencia en favor de los socios, de la sociedad o de ambos.

De este modo, con excepción de la circunstancia anotada, las acciones son libremente negociables, lo cual implica que no es posible condicionar, ni siquiera en el tiempo, el ejercicio de tal derecho, de suerte que ni por disposición estatutaria, ni mucho menos por mandato de la asamblea o de la junta directiva, se puede establecer que las acciones que se ofrezcan para su suscripción no puedan ser negociadas por determinado lapso de tiempo, pues ello resulta claramente contrario al contenido del derecho mencionado (Supersociedades, 1994).

Las estipulaciones en contra de lo dispuesto en el artículo 403 del Código de Comercio estarán viciadas de nulidad absoluta, al ser dicha norma de carácter imperativo, cuyo quebranto produce la sanción establecida en el ordinal 1° del artículo 899 del mencionado código (Oficio OA-17015/1980, Supersociedades).¹²

El derecho de preferencia en la enajenación de acciones es esencialmente renunciabile. La renuncia a este derecho debe provenir de un acto individual del accionista destinatario de una oferta de venta, de no aceptarla, o a través de una decisión colectiva expresada en una votación unánime (totalidad de las acciones suscritas) en la asamblea general de accionistas, en la que se le autoriza al accionista enajenante proceder con la cesión de sus acciones a un tercero adquirente no amparado por el derecho de preferencia (Reyes, 2002, pág. 147).

¹² Lo anterior fue confirmado en Oficio 220-024340 del 23 de abril de 2010 de la misma Superintendencia.

Una vez agotados los mencionados trámites, las participaciones de capital podrán ser negociadas libremente y compradas por el inversionista que pretende hacer la adquisición, siempre que se cumplan las normas previstas en la ley para la circulación de los títulos nominativos, si se trata de acciones de sociedades anónimas, o la reforma estatutaria, si se trata de cuotas sociales o partes de interés (Reyes, 2002, pág. 147).

B. Negociaciones a través del mercado público de valores

Cuando se pretende adquirir una cantidad de acciones significativa de una sociedad inscrita en la bolsa de valores, es necesario hacer una oferta pública de adquisición (OPA).

La OPA, que puede adelantarse bien sea en el mercado primario o secundario,¹³ consiste en una oferta para adquirir valores, dirigida a los accionistas de la compañía *target*,¹⁴ por una contraprestación que puede consistir en dinero, en valores o en una combinación de ambas.

La oferta es realizada por un lapso determinado, es ampliamente difundida y generalmente está sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones suspensivas, tales como que sea aceptada por

un número determinado de accionistas —usualmente un porcentaje que permita obtener el control de la sociedad—, y que no haya oposición por parte de los entes reguladores de la competencia, entre otros (Villegas, 2001, pág. 3).

En la práctica, uno de los aspectos que resultan ser más importantes para inducir a los accionistas a vender sus acciones, es la llamada “prima de control” o *premium*, esto es, la diferencia entre el precio adicional que pagan los compradores por adquirir las acciones que les otorgan el control de la compañía y el valor de la cotización de las acciones en bolsa en ese momento.

A través de las OPA obligatorias, se distribuye, en forma equitativa, dicha prima de control entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, toda vez que por medio de dicho mecanismo se hace una oferta general a todos los accionistas.

De acuerdo con lo anterior, las OPA son operaciones del mercado de valores de indudable interés económico y jurídico, puesto que son mecanismos “de apelación pública al mercado y en particular a los accionistas de una sociedad anónima cotizada para que vendan sus valores al oferente, con la finalidad de obtener o mejorar el control de la citada sociedad” (Villegas, 2001, pág. 3). Se trata, entonces, de una técnica que le permite a las grandes corporaciones obtener el control sobre otras compañías, mediante la adquisición de valores que, normalmente, les confieren los votos suficientes para controlar la voluntad social en las asambleas de dichas compañías (Villegas, 2001, pág. 3).

13 “Las ofertas públicas de adquisición y para democratización son las únicas clases de ofertas públicas de valores en el mercado secundario que prevén un trámite especial” (Concepto 2006011868-001/2006, Superfinanciera).

14 “La OPA tiene como destinatarios exclusivos a los accionistas o causahabientes, de determinada sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en una bolsa de valores colombiana” (Concepto 2009050935-003/2009, Superfinanciera).

Existen dos propósitos principales en los que se sustentan las OPA. Por una parte, su finalidad es darles la oportunidad a todos los accionistas de la sociedad emisora, en igualdad de condiciones, de optar por permanecer en la sociedad o de vender sus acciones (Concepto 2009050935-003/2009, Superfinanciera).¹⁵ De otra, las OPA buscan que el mercado se encuentre altamente informado y que se brinden mecanismos que permitan la libre concurrencia de vendedores y compradores, de manera que exista mayor transparencia en el mercado público de valores (Forigua, 2008, pág. 8).

1. Aspectos relevantes de la regulación de las OPA en Colombia

El artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 establece que será obligatorio adquirir a través de una OPA, cuando un mismo beneficiario real¹⁶ (compuesto por una o un grupo de personas), directa o indirectamente, pretenda adquirir un 25 % —o un mayor porcentaje— del capital con derecho a voto de una compañía que se encuentre inscrita en la bolsa de valores.

Adicionalmente, un beneficiario real de un porcentaje igual o superior al 25 % del capital con derecho a voto de una sociedad que cotice en bolsa, que pretenda incrementar su participación en un porcentaje superior al 5 % en esta,

15 En el mismo sentido ver: Concepto 19999-1600 del 8 de septiembre de 1999 de la Superintendencia de Valores.

16 Respecto de la noción y alcance del concepto de beneficiario real, ver: Concepto 2010013416-001 del 8 de abril de 2010 de la Superfinanciera.

deberá hacerlo obligatoriamente a través de una OPA.¹⁷

El mencionado artículo, más concretamente en su párrafo segundo, dispone que por capital con derecho a voto se entenderá:

El conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto.

En cuanto a los destinatarios de la OPA, el artículo 6.15.2.1.4 del mencionado decreto establece que esta se debe dirigir a todos los titulares de los valores señalados en el párrafo inmediatamente anterior.

Por su parte, el artículo 6.15.2.1.5 consagra el carácter irrevocable de la OPA, de manera que no puede ser desistida, modificada o cesada en sus efectos, salvo los casos previstos en el citado decreto. La irrevocabilidad de la oferta es un principio que ha sido consagrado en diversas legislaciones europeas y que se sustenta, principalmente, en los principios generales del intercambio bursátil y en el de la certeza en las transacciones (Forigua, 2008, pág. 11).

De acuerdo con lo anterior, el decreto consagra también la obligación de que el oferente acredi-

17 El último inciso del artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 establece que "para la determinación de los porcentajes señalados en este artículo, se tendrá en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto".

te ante la bolsa la constitución de una garantía que respalde el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la oferta.¹⁸

El mencionado decreto establece que debe existir una autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera; de igual forma, que se debe cumplir con distintos requisitos de divulgación de información de la OPA a los destinatarios y determina ciertos plazos para su aceptación (artículo 6.15.2.1.7).

Las ofertas competidoras, que son aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales ya se ha autorizado una OPA, deben cumplir con los mismos requisitos de autorización de las OPA y se rigen por las mismas condiciones, además de las específicas consagradas en el artículo 6.15.2.1.14. Dentro de los distintos requisitos adicionales de la oferta competidora se subrayan los siguientes: no puede conformar un mismo beneficiario real con el oferente precedente; no puede ser realizada por un número de valores y un precio inferior a la oferta precedente; y deberá ser mejor que la oferta precedente.

Cuando se presenta concurrencia de ofertas, esto es, cuando estando en trámite de autorización una solicitud de oferta, se recibe otra solicitud respecto de los mismos valores, prevalece aquella cuyo precio ofrecido sea mayor. En el supuesto de que haya coincidencia en el precio, se le dará trámite a la que se formule por un mayor número de valores. En el evento en que

sean iguales las mencionadas características, prevalecerá la que se haya presentado primero.

El citado decreto también dispone la posibilidad de que cualquier persona puede mejorar la OPA que ya haya formulado, siempre que se sujete a los requisitos de las ofertas competidoras. Es importante destacar que cuando una oferta vigente es mejorada, los destinatarios de esta que ya la hubieren aceptado se benefician automáticamente de las condiciones de la modificación.

En virtud del artículo 6.15.2.1.18, durante el periodo de vigencia de la oferta el oferente no puede adquirir de manera directa o indirecta, “valores que conformen el capital con derecho a voto de la sociedad afectada, a través de transacciones privadas o en bolsas de valores nacionales o extranjeras”.

En cuanto a las adquisiciones indirectas o sobrevinientes, las cuales se presentan cuando como consecuencia de un proceso de fusión — independiente del lugar donde se realice y de que sea realizado entre sociedades no cotizadas en bolsa— cualquier beneficiario real adquiere o incrementa su participación en el capital con derecho a voto de una compañía que transa en bolsa en los porcentajes que obligan a realizar una OPA, deberá realizarla de acuerdo con las condiciones establecidas en el artículo 6.15.2.1.22.

El citado decreto adicionalmente consagra el derecho de venta de los tenedores de valores que posean al menos el 1% del capital con derecho a voto de una sociedad en la que un mis-

18 Respecto de las garantías en la realización de las OPA, ver: Circular Externa 002 de enero 22 de 2007 de la Superfinanciera.

mo beneficiario real ha adquirido más del 90% del mencionado capital de la misma sociedad. Bajo este supuesto, dichos tenedores pueden exigirle al adquirente que realice, por una sola vez, una OPA para adquirir el saldo de capital con derecho a voto en circulación.

2. OPA hostiles

Las OPA pueden ser amistosas u hostiles. Las primeras ocurren cuando la presentación de la oferta no es refutada por los administradores ni por los accionistas mayoritarios de la sociedad *target*. Las segundas, en cambio, tienen lugar cuando la adquisición de las acciones de la compañía se hace directamente por los accionistas, sin haber sido negociada con los administradores previamente y ha sido oficialmente objetada por estos o por la mayoría de los accionistas (Johannesonn, 2000, pág. 18).¹⁹

Los motivos que dan lugar a OPA hostiles pueden ser varios. En primer lugar, cuando una negociación directa con los administradores de la compañía *target* para llevar a cabo otro tipo de integración empresarial, como podría ser una fusión o un *joint venture*, ha fracasado.

Recordemos que las fusiones se justifican por las ganancias derivadas de las llamadas sinergias, las cuales se generan principalmente de las economías de escala, entendiendo por tales aquellas que derivan de una mejor productividad de factores como la inversión fija, recursos humanos, gastos de planeamiento y otros gas-

tos generales, que aumentan el retorno cuando son aplicados a una cantidad mayor de unidades de producción, reduciendo los costos fijos de producción (Villegas, 2001, págs. 5 y 6).

Aunque algunas adquisiciones pueden estar incentivadas por sinergias, pueden presentarse oposiciones por parte de los administradores debido al precio ofrecido por las acciones o porque estos no están de acuerdo con las estrategias a corto, mediano o largo plazo del potencial adquirente.

Posiblemente el motivo principal que justifica a las OPA hostiles es el papel disciplinante y sancionatorio que estas juegan frente a los administradores de las compañías ineficientes o mal conducidas (Jensen y Meckling, 1976, págs. 305-360).

El propósito primordial de las OPA disciplinantes no es otro sino el de corregir las prácticas de los administradores que no maximizan el valor de la compañía *target*, como podría ser, por ejemplo, exceso en el crecimiento, en la diversificación o en el pago a los empleados, lo cual generará necesariamente oposición por parte de los administradores frente a dicha OPA. Cuando las OPA están movidas por motivos disciplinantes, la compañía adquirente está persuadida de que puede gobernar a la compañía *target* de una manera más apropiada que la forma en que lo hacen los administradores de esta última. De este modo, los administradores incompetentes o negligentes serán reemplazados por unos más eficientes y diligentes (Vishny, Schleiffer y Morck, 1987, pág. 1).

¹⁹ En el mismo sentido, ver: Shivdasani (1993).

Otro motivo que justifica las OPA hostiles desde el punto de vista económico, el cual está estrechamente relacionado con los propósitos disciplinantes y sancionatorios de estas, es el llamado problema de “agencia”. Según esta teoría económica, los accionistas de la compañía delegan en los administradores o “agentes” el manejo y el control de esta. Si los incentivos del agente para controlar la compañía son incorrectos, los intereses de los accionistas y de los administradores se apartan, generando un “conflicto de agencia”. El estar incorrectamente incentivados los administradores da lugar a decisiones ineficientes para la compañía, lo cual, a su turno, reduce el valor de las acciones de esta. Esta pérdida de valor es conocida como “costos de agencia”. Cabe precisar que la única situación en la que no se generarían dichos costos es cuando el único dueño de la compañía es quien la administra (Jensen y Meckling, 1976, págs. 305-360).

El llamado problema de agencia, se deriva de la falta de alineación entre los intereses de los accionistas y los de los administradores. Los primeros generalmente están dispersos, de manera que tienen poco interés en controlar a los segundos. En cuanto a los administradores, al no contar con participaciones en la sociedad, tienen incentivos para trabajar menos. Ejemplos de situaciones en las que los llamados costos de agencia pueden causar que las acciones de una compañía estén por debajo de las de sus competidores, son los siguientes: administradores que no se adaptan a los cambios en las tendencias de la industria, exceso de dinero sin distribuir, rendimientos mediocres por

adelantar negocios en los que la compañía es poco competitiva, exceso de gastos y empleados, problemas con el recaudo de cuentas por cobrar, entre otros. En estas situaciones las OPA sirven como un mecanismo de autocontrol del mercado, dado que cuando los administradores no actúan diligentemente, a través de una oferta de este tipo los accionistas recibirían un *premium* considerable por el precio subvalorado de sus acciones y la compañía, en adelante, sería administrada de una manera más eficiente por nuevos ejecutivos (Jensen y Meckling, 1976, págs. 305-360).

En el entendido que, normalmente, “dentro de los tres años siguientes a una adquisición, la mitad de los administradores en la compañía *target* pierden sus empleos” (Easterbrook y Fishel, 1996, pág. 162), la amenaza constante de que se pueda presentar una OPA hostil es un fuerte incentivo para que los administradores antepongan el interés de la sociedad al suyo y tomen decisiones que favorezcan a la compañía.

Así las cosas, las funciones que cumplen las OPA hostiles son dos principales, a saber: facilitar el reemplazo de administradores incompetentes y negligentes, y generar una constante amenaza para los administradores que no actúan en el interés de los accionistas (Davidson, 1985, pág. 32).

Si bien las OPA hostiles cumplen una función de control sobre los administradores y las compañías ineficientes, también suceden, con cierta frecuencia, casos en los que se presentan para adquirir las acciones de una compañía que no

tiene los mencionados problemas, pero cuyo precio ofrecido es muy bajo, o cuando los accionistas no están de acuerdo con las estrategias del potencial adquirente o cuando estos últimos no quieren ceder el control de la compañía.

En esos y otros casos resulta necesario defenderse apropiadamente frente a OPA hostiles, para lo cual será necesario aplicar estrategias que pueden estar encaminadas a impedir la culminación de operaciones de adquisición ya iniciadas e incluso desincentivar la realización de tales OPA. Aunque dichas medidas de defensa resultan ser aplicables frente a tomas de control no deseadas, también pueden incidir indirectamente en operaciones de fusión —particularmente las medidas de defensa de carácter preventivo—, considerando que muchas fusiones pueden encubrir la amenaza de una OPA en el supuesto de que no se llegue a un acuerdo.

Aunque existe un sinnúmero de mecanismos de defensa, estos pueden dividirse en dos grandes grupos, vale decir, aquellas tácticas que se llevan a cabo como respuesta a OPA hostiles y los que son adoptados anticipadamente como mecanismos de prevención frente a este tipo de ofertas (Clark, 1986, págs. 571 y ss.).

Dentro de las tácticas posteriores a la OPA, esto es, todas aquellas medidas que los administradores adelantan para obstaculizar y hacer fracasar la oferta ya presentada, se encuentran las siguientes:

- “Caballero blanco” (*White Knight*): esta medida de defensa consiste en que la compañía

target busca un oferente “amigo”, llamado caballero blanco, que tratará de detener al oferente hostil y, de igual forma, asegurar a los administradores de esa compañía un tratamiento favorable en el caso de que este tome su control (Villegas, 2001, pág. 9). De este modo, el caballero blanco es una compañía, o en algunos casos una persona natural, que acepta adquirir acciones de la compañía *target* —con el fin de defenderse de la OPA hostil— y que está dispuesta a que los administradores de dicha compañía mantengan su cargo (Carroll, Griffith y Rudolph, 1998, pág. 46f). Para que este mecanismo resulte económicamente viable, será necesario que la oferta del caballero blanco sea más rentable para los accionistas de la compañía *target* que la oferta inicial hecha por el oferente hostil (Mirvis, 2004, pág. 53).

- *Lockups*: mediante este mecanismo se le garantiza a un tercero, que actúa como caballero blanco, derechos que le otorgan ventajas insuperables frente a oferentes hostiles. Lo anterior, por ejemplo, puede llevarse a cabo por medio del otorgamiento de una opción de compra sobre alguno de los activos principales de la empresa, en caso de que se presente una OPA hostil. El efecto disuasivo de esta defensa consiste en que si el oferente hostil logra ganar la batalla, se encontrará con que el valor de la compañía no es el mismo sin el activo que estaba sujeto a opción (Villegas, 2001, pág. 9).

- *Pac-Man*: como en el popular videojuego de los años ochenta, la idea central de esta defensa es devorar al oponente antes de que este haga lo propio. De este modo, cuando la compañía *target* se enfrenta a una oferta hostil, esta como defensa puede lanzar una contra-OPA sobre las acciones del oferente con el objeto de adquirir la mayoría de los derechos de

voto de esta última, controlar al oferente hostil y, en consecuencia, parar la oferta hostil. Esta es una defensa raramente usada, dado que requiere de una amplia inversión de dinero y resulta ser muy complicado de antemano determinar cuál va ser su resultado (Johannesson, 2000, págs. 97-98).

- *Leveraged Buy-Outs* (LBO) y *Management Buy-Outs* (MBO): en términos generales, un LBO es un método de adquisición corporativo en el cual una gran parte del precio de compra está financiado con deuda —la garantía del crédito se estructura con base en los activos de la compañía *target*— y el capital restante está en manos de unos pocos inversionistas privados. El MBO es muy similar al LBO, con la diferencia de que el capital restante no es de propiedad de inversionistas privados, sino de los administradores de la compañía *target*. Estos mecanismos se diferencian de los *lock-ups* en el sentido de que no se pretende hacer menos atractiva a la compañía *target*, sino que, al igual que en *Pac-man*, se busca competir activamente por mantener el control de la compañía. En cambio de responder de manera estrictamente defensiva, lo que buscan los administradores es eliminar al oferente hostil, adquiriendo una mayor participación accionaria en la misma compañía *target*.

Como ya había sido mencionado, existen otras tácticas preventivas, las cuales generalmente implican la suscripción de acuerdos de accionistas o reformas estatutarias de la sociedad que eventualmente puede ser objeto de una OPA hostil o que quiere prevenirse de ella. Algunas de las más importantes son las siguientes:

- *Shareholders rights plan* o *poison pill* (píldora venenosa): esta medida, en términos gene-

rales, hace referencia a distintos mecanismos que les permiten a los accionistas de la compañía *target* tener la posibilidad de adquirir más acciones de la propia compañía a precios bajos o, incluso, sin ningún costo, cuando sucede una situación concreta, como podría ser una OPA hostil. Con esta táctica se previenen las tomas de control hostil, toda vez que se diluye el valor de las acciones de la compañía y se obliga al adquirente a usar los fondos de la compañía adquirida para pagarle grandes sumas de dinero a los accionistas de esta, en vez de usar ese dinero para pagar la financiación de la toma de control hostil (Herlihy, 2006, pág. 398).

Aunque esta medida ha sido criticada, lo cierto es que le permite a la compañía defenderse de una toma de control hostil, sin autodestruirse durante el proceso; lo cual podría suceder si sus administradores recurren a vender activos o cometen errores que pueden resultar en daños irreversibles (Gordon, 2002, pág. 5).

- *Fair price* (precio justo): esta táctica consiste en establecer una cláusula estatutaria en la que se fija un precio mínimo de adquisición de las acciones, cuando una persona natural o jurídica adquiere un porcentaje determinado de estas, y se vea obligada a extender esa oferta a todos los accionistas (Villegas, 2001, pág. 9).

Habiendo explicado sucintamente el alcance tanto del término adquisición como de las OPA hostiles, así como de algunas medidas de defensa, se procede a analizar los distintos aspectos que regulan la capacidad de defensa y reacción de los administradores y cuáles son sus deberes cuando se encuentran frente este tipo de situaciones.

Para lograr dicho propósito, se analizará, en primer lugar, cómo han sido tratados estos temas en EE. UU., especialmente en Delaware, al ser este el lugar donde han tenido más desarrollo a nivel mundial. En segundo lugar, la Comunidad Europea, incluyendo comentarios respecto a la Directiva que los regula al igual que a la normatividad de los países donde han tenido mayor despliegue, particularmente Alemania. Finalmente, Colombia, explicando no solo los deberes de los administradores frente a las OPA hostiles sino también la forma en que de acuerdo con el ordenamiento jurídico colombiano pueden ser implementadas tácticas preventivas, en particular la píldora venenosa.

C. Deberes de los administradores en adquisiciones

Antes de entrar en el análisis específico de los deberes concretos de los administradores frente a OPA hostiles tanto en EE. UU. como en la Comunidad Europea y Colombia, es conveniente subrayar que aquellos exigibles en materia de fusiones también son plenamente aplicables a las adquisiciones.

En ese orden de ideas, los deberes de diligencia, en particular, la obligación de los administradores de informarse, así como los deberes de actuar de forma leal —a través de sus distintas manifestaciones—, son asimismo aplicables a los procesos de adquisición.

No obstante lo anterior, existen unos deberes concretos de los administradores en materia de adquisiciones, en particular, frente a las OPA hos-

tiles, los cuales se procederá a analizar detalladamente a continuación.

1. Deberes ante OPA hostiles en EE. UU.

En EE. UU., el derecho societario se regula de manera distinta por los diferentes estados, siendo Delaware, como ya ha sido mencionado, el que lidera dicho campo. Delaware es el estado más importante en materia de derecho corporativo en dicho país debido a la experiencia de sus jueces, su compromiso para cumplir las necesidades del comercio y de las sociedades, entre otros (Kamar, 1998, págs. 1908-1913).

Aunque el derecho estatal controla la mayoría de los aspectos en temas corporativos, el gobierno federal no ha cedido totalmente su control. En 1968 dicho gobierno promulgó la *Williams Act* para regular, en ese momento, el dramático incremento en el uso de las OPA y para proteger a los accionistas del abusivo cambio en el control de las empresas. La *Williams Act* añadió las secciones 13(d)-(e) y 14(d)-(f) a la *Securities and Exchange Act* de 1934. Lo más destacable de esta regulación fue la adición de algunos requisitos de información, así como algunos relativos a la limitación en el precio y en el tiempo (Forstinger, 2002, págs. 77-79).

Como en la mayoría de países, en EE. UU. las *Tender Offers* u OPA pueden ser amistosas u hostiles. Cuando son amistosas, la transacción es aprobada por la junta directiva de la compañía que se va a adquirir (*target board*); mientras que cuando son hostiles se hace referencia a que los administradores de las dos compañías

pueden no estar de acuerdo con que se lleve a cabo la operación. En este caso la OPA se dirige directamente a los socios de la compañía que se pretende adquirir (*target shareholders*), normalmente con el propósito de obtener la mayoría de las acciones de la compañía y, por tanto, tener el control de la asamblea general de accionistas. El éxito de una OPA hostil está directamente relacionado con el *premium* o prima de control, las medidas defensivas de la compañía *target* y la habilidad de dicha compañía para atraer otras y mejores alternativas (Johanneson, 2000, pág. 50).

Los administradores de la compañía *target* pueden tomar acciones para resistirse a una toma de control hostil. Para lo cual pueden llevar a cabo medidas defensivas, siempre que dichas actuaciones estén enmarcadas dentro de ciertas reglas. A este respecto, Delaware tiene la jurisprudencia más desarrollada en EE. UU. en materia de deberes fiduciarios y medidas defensivas frente a OPA hostiles.

En *Cheff v. Mathes* estableció que los administradores no pueden actuar única o primordialmente para perpetuarse en sus cargos. En ese caso la junta directiva de la compañía *target*, como respuesta a una amenaza hostil, llevó a cabo medidas defensivas que incluían el uso de fondos de la compañía para recomprar acciones de esta. Sin embargo, la Corte no declaró responsables a los administradores por la táctica defensiva, así ellos se hubieran perpetuado en sus cargos, dado que dicha defensa había obedecido a una decisión que fue tomada de buena fe en el interés de la compañía (*Cheff v. Mathes*, 1964).

La regla básica en materia de deberes fiduciarios en el contexto de tomas de control hostil se encuentra en *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.* (1985). En el mencionado caso, esta última, la cual poseía un 13% de las acciones de Unocal, lanzó una OPA con el fin de obtener un 37% más de las acciones y, posteriormente, absorber a la sociedad matriz. Como resultado de estas operaciones, los accionistas minoritarios de Unocal recibirían bonos basura de la sociedad absorbente. En respuesta a dicha situación, los administradores decidieron realizar una oferta de adquisición de acciones propias con el fin de excluir la oferta de Mesa Petroleum. La Corte Suprema de Delaware debía resolver si la medida de defensa utilizada por los administradores podía ser considerada como una actuación diligente y si su intención había sido simplemente proteger sus propios intereses sin importar los de los accionistas. A este respecto dicha Corte señaló que la oferta de Mesa Petroleum era coercitiva e inadecuada y que los administradores no incumplieron sus deberes fiduciarios, toda vez que estos adoptaron medidas defensivas razonables contra una oferta que suponía una amenaza para los intereses de la sociedad y que su reacción fue proporcionada con la amenaza (Guerrero, 2010, pág. 23).

En este caso se precisa que tanto el deber de diligencia como el de lealtad son aplicables, de manera que los administradores cuando se encuentren frente a una OPA hostil tienen el deber de proteger la compañía y los intereses de los accionistas. Adicionalmente, se estableció que

para ese tipo de situaciones la Business Judgment Rule (BJR) es aplicable.²⁰

En Delaware, la BJR ha sido descrita como:

Una presunción de que en la toma de una decisión de negocios los administradores de una compañía actuaron de manera informada, de buena fe y en la creencia sincera de que la medida adoptada era en el mejor interés de la compañía (*Aronson v. Lewis*, 1984, 805).

En general, las Cortes en Delaware respetan dicha presunción a menos que se demuestre que la junta directiva haya tomado una decisión sin haber sido adecuadamente informada o al haber actuado anteponiendo su interés respecto del de la compañía (*Aronson v. Lewis*, 1984, 812). La BJR es una formulación de distintos aspectos de hecho y de derecho que deben ser tenidos en cuenta por el juez para determinar si puede existir intervención judicial en una determinada decisión de negocios (Drexler et al., 2010, párr. 15.03). Únicamente cuando el juez haya concluido que todos esos prerrequisitos de hecho o de derecho han sido cumplidos cabalmente, este no entrará a revisar la decisión adoptada por los administradores. En cambio, si existe prueba de que no se ha cumplido con uno o más de los elementos que subyacen la aplicación de la BJR, el juez entrará a revisar la decisión de negocios y determinará si hay lugar a declarar la responsabilidad personal de los administradores (Drexler et al., 2010, párr. 15.03).

Aunque la Corte en *Unocal* dispuso que la BJR es aplicable en los casos de toma de control hostil, señaló también que en este tipo de situaciones existe una alta probabilidad de que los administradores busquen perpetuarse en sus posiciones. Así las cosas, es factible que los administradores adopten medidas defensivas escudándose en supuestamente proteger a la sociedad, cuando en realidad su móvil principal es proteger su cargo (*Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, 1985, 954-58). Es por lo anterior que la BJR no protege a los administradores cuando existe evidencia de *self-dealing* (*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 1993, 345, 360).

Con todo, *Unocal* establece otros criterios adicionales para que pueda ser aplicada la BJR en casos en que sean cuestionadas decisiones de los administradores por la adopción de medidas de defensa frente a amenazas hostiles para la toma de control de la sociedad (Drexler et al., 2010, párr. 15.14). En primer lugar, será necesario que las medidas de defensa aprueben un test de razonabilidad, de modo que las decisiones sean consideradas como razonables respecto de los eventuales daños causados a la sociedad. Adicionalmente, dichas decisiones tendrán que enfrentar un *test de proporcionalidad* en el que se tendrá que concluir que la medida defensiva era adecuada respecto de la amenaza existente (Hunt, 2009, pág. 507, citado en Guerrero, 2010, pág. 25). Desde 1985, la Corte Suprema de Delaware al igual que otras Cortes de dicho estado han aplicado, en repetidas ocasiones, los principios señalados en *Unocal Corp.*

20 Respecto de la aplicación de la BJR en EE. UU., ver: Suescún (2013, págs. 341-371).

v. *Mesa Petroleum* en casos que involucran medidas de defensa.²¹

Otro caso de gran influencia dentro de este contexto ha sido *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, en el que se reconocieron las exigencias del caso *Unocal*, esto es, la razonabilidad y proporcionalidad. Adicionalmente, se señaló que el deber de los administradores que se enfrenten a situaciones donde existan “batallas por el control” de la compañía y que, como consecuencia, hayan adoptado medidas defensivas, es, en principio, el de preservar la compañía. Si la venta o la desintegración de la compañía es inevitable, el deber de la junta directiva pasa de la preservación de la compañía a buscar la maximización del valor de la sociedad en la venta con el fin de lograr el mayor beneficio para los accionistas (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 1986).

En casos posteriores, se explicó que la decisión de *Revlon* tenía que ver con quebrantamientos a los deberes de diligencia y lealtad pero que solo era aplicable en casos relacionados con tomas de control hostil (*Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 1987, 1334, 1345). En *Paramount Communications v. Time, Inc.* la Corte Suprema de Delaware aclaró que el hecho de estar en un proceso de adquisición no implica que los deberes señalados en *Revlon* aplicaran de manera automática, sino que estos debían

serlo cuando la desintegración de la compañía es inevitable (*Paramount Communications v. Time, Inc.*, 1990). Posteriormente, en *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.* (1994) se confirmó la regla de *Revlon* al señalarse que en aquellas operaciones que supongan un cambio de control de la sociedad o un quebrantamiento de esta, los administradores deberán buscar el mejor valor posible para los accionistas.²²

Dado que las únicas restricciones que tienen en Delaware los miembros de la junta directiva respecto de las medidas defensivas que pueden llevar a cabo como consecuencia de las tomas de control hostil se limitan a las reglas mencionadas en *Unocal* y *Revlon*, así como lo dicho respecto de los potenciales conflictos de interés que se puedan generar, se puede inferir que en dicho estado se les otorga mucho poder y un alto grado de deferencia a las actuaciones y decisiones de los miembros de junta directiva en estos aspectos (Theobald, 2006, pág. 64).

2. Deberes ante OPA hostiles en la Comunidad Europea

La visión de la Comunidad Europea y de EE. UU. en materia de OPA hostiles difiere considerablemente. En este último país, el derecho societario no es federal sino estatal, de manera que se ha vivido una suerte de batalla entre los distintos estados por obtener la mayor cantidad de sociedades y negocios posibles; batalla que ha ganado ampliamente el estado de Delaware. En

21 Ver, por ejemplo, *Henley Group, Inc. v. Santa Fe Southern Pacific Corp.*, CA 9569, 1988 Del. Ch. LEXIS 32 (Mar. 11, 1988); *Paramount Commc'ns Inc. v. Time Inc.*, 1989 Del. Ch. LEXIS 77, at *70-71 (July 14, 1989); *In re Time, Inc. S'holders Litig.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989); *Compare Dorskocil Cos. v. Griggy*, CA 10095, 10106-08, 10116, 1988 Del. Ch. LEXIS 113 (Aug. 18, 1988).

22 Ver también, Guerrero (2010, pág. 30).

aras de que más sociedades se inscriban allí, su legislación le ha otorgado un alto poder y discrecionalidad a las juntas directivas. Por ejemplo, en materia de OPA hostiles, las juntas directivas tienen la posibilidad de prácticamente adoptar las medidas de defensa que estimen pertinentes (Hutchinson, 2005, pág. 1149). En cambio, en la Comunidad Europea se ha buscado armonizar las leyes de los distintos Estados respecto de las OPA hostiles, estableciendo una serie de principios que permitan guiar a sus Estados miembros a la hora de redactar sus leyes internas. De esta manera, en la Comunidad Europea no existe una batalla por ganar más negocios, sino que se pretende homogenizar unos principios a partir de los cuales cada Estado debe legislar (Theobald, 2006, pág. 64).

En el año 2001, el Parlamento Europeo rechazó una propuesta de directiva multinacional en materia de OPA hostiles (Forstinger, 2002, pág. 101). Esta directiva fallida consagraba una “regla fatal”, esto es, la neutralidad de la junta directiva (Cioffi, 2001, págs. 3-4). Para algunos, dicha regla incrementaba las tomas de control hostil, dado que la junta directiva de la compañía *target* debía permanecer neutral de cara a una OPA hostil, por lo que dicho órgano no podía implementar medidas defensivas a menos que los accionistas les dieran una autorización expresa para tal efecto. Adicionalmente, se acababa con la posibilidad de que se usara la defensa más popular en EE. UU., esto es, la *poison pill*, y permitía que se llevaran a cabo defensas únicamente después de que los accionistas aproba-

ran la medida durante el periodo de la oferta.²³ Debido al miedo que tenía Alemania de que se incrementaran las tomas de control hostil de sus compañías, ese país decidió no aprobar, en el último minuto, dicho proyecto de directiva, lo cual lo llevó al traste (“EU takeover Code Thrown Out”, 2001).

Mientras Alemania pensaba en acabar con la propuesta de directiva, trabajaba simultáneamente en la redacción de su propia ley en la cual se le otorgaba a las juntas directivas poderes suficientes para defenderse de las tomas de control hostil (Baurns y Scott, 2005, págs. 66-69). La sección 33 de la ley alemana de valores y adquisiciones rechaza expresamente el principio de neutralidad, arriba mencionado, y le permite a la junta directiva defenderse ante OPA hostiles. Sin embargo, la citada ley no permite la aplicación de la *poison pill*, lo cual para algunos críticos puede ir en contra de las compañías alemanas dado que prácticamente deja a las juntas directivas con la única opción de utilizar las medidas defensivas que reducen el valor de la compañía, tales como vender activos muy importantes para esta, lo que, en últimas, puede llevarla a su destrucción cuando lo que en realidad se busca es salvarla (Gordon, 2002, págs. 3-6).

La sección 33(1) le permite llevar a cabo a las compañías medidas de defensa, con la aprobación de la junta directiva y no de los accionistas, tales como la venta de activos esenciales o el

23 Ver, Commission Proposal for Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, art. 9, at 11, 16, COM (2002) 534 final (Oct. 2, 2002).

uso de capital autorizado. De otra parte, la sección 33(2) permite que los accionistas le otorguen una autorización previa a la junta directiva en la que le proporcionen las facultades suficientes para implementar medidas de defensa ante una eventual OPA hostil; esa autorización es renovable cada 18 meses.²⁴ Es preciso aclarar que los poderes que otorgan tanto una como otra sección de la ley son separados, de manera que la aprobación de los accionistas bajo la segunda sección no restringe el poder que está en cabeza de la junta directiva para autorizar medidas de defensa de acuerdo con la primera (Kirchner y Painter, 2002, pág. 466).

Así las cosas, Alemania promulgó leyes que estaban en contravía con lo dispuesto en la propuesta de directiva. Dichas normas, en cambio, estaban mucho más alineadas con lo que se permite en EE. UU. en materia de defensa frente a tomas de control hostil. Al otorgarle tan amplios poderes a la junta directiva para que adopte las medidas defensivas que estime pertinentes, pero al mismo tiempo no permitiendo la aplicación de la *poison pill*, las juntas directivas pueden ser mucho más propensas a adoptar medidas que puedan resultar destructivas para la compañía. Lo anterior permitiría inferir que el sistema alemán en materia de defensas frente a OPA hostiles resulta ser más perjudicial para la compañía que el sistema norteamericano (Gordon, 2002, pág. 5).

Después de haber adoptado Alemania su legislación interna en materia de OPA hostiles, la Comunidad Europea no estaba dispuesta a abandonar su intención de lograr una armonización entre todos sus Estados miembros en dicha materia. Es por esto que después de casi treinta años de planearla, quince de años de debate y de un intento fallido de directiva, el 21 de abril de 2004 se promulgó la Directiva Europea relativa a las ofertas públicas de adquisición, en adelante “la Directiva” (Berglöf y Burkat, 2003, págs. 189-191), la cual fue adoptada por los países miembros en mayo de 2006 (Ventoruzzo, 2006, pág. 55).

La Directiva cubre una amplia gama de temas, muchos de los cuales reflejan lo dispuesto en la *Williams Act*, promulgada por el gobierno federal de EE. UU. en la década de los sesenta. Dentro de esos temas se pueden mencionar, por ejemplo, periodos obligatorios para la oferta, precio equitativo, entre otros (Theobald, 2006, pág. 73).

Del artículo 5 de la Directiva, es preciso resaltar las disposiciones relativas a las ofertas obligatorias, al precio equitativo y a la protección de los socios minoritarios. El mencionado artículo requiere que cuando una persona natural o jurídica adquiera un porcentaje específico de acciones de una compañía (el cual será establecido por cada Estado), deberá presentar una oferta equitativa a los otros accionistas, con el fin de proteger a los socios minoritarios.²⁵ Un precio

24 Ver: German Securities and Aquisitions Act, Dec. 20, 2001 BGBI. I S. at 3822, §33(1)-(2) (F.R.G).

25 Esta oferta obligatoria no es aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada a todos los accionistas por la totalidad de sus valores (artículo 5.2 de la Directiva).

equitativo, será el precio más alto que haya pagado el oferente por los mismos valores en un lapso de tiempo, el cual será determinado por cada Estado, pero que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce meses a la presentación de la mencionada oferta.

El artículo 9, que fue tomado del *City Code* del Reino Unido, el cual aplica para todas las compañías enlistadas en la bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange*), le otorga a los accionistas y no a la junta directiva el poder de decidir si se implementan o no medidas defensivas frente a OPA hostiles (Theobald, 2006, pág. 74). Aunque la regla de la neutralidad de la junta directiva, mencionada anteriormente, hizo que Alemania no quisiera suscribir el proyecto fallido de directiva, tal regla se mantuvo en dicha disposición.

Este último artículo requiere que los Estados miembros promulguen normas que prohíban el uso de medidas defensivas frente a OPA hostiles, desde el momento en que la oferta se hace pública hasta cuando el resultado de esta es anunciado o hasta que el plazo de la oferta transcurra. Durante ese periodo, la junta directiva debe obtener aprobación de los accionistas antes de poder adelantar cualquier operación —distinta a buscar otras ofertas— que pueda frustrar la oferta. En otras palabras, la junta directiva no podrá adelantar medidas de defensa, a menos que los accionistas le otorguen autorización específica para tal efecto.

De acuerdo con lo anterior, la Directiva además de rechazar el modelo norteamericano en el

que se le permite a la junta directiva actuar de manera defensiva, rechaza el modelo alemán de autorización previa. No sobra recordar que la ley alemana permite que los accionistas le otorguen una autorización a la junta directiva para que lleve a cabo medidas de defensa, la cual debe ser previa y puede ser renovable cada 18 meses. En cambio, el artículo 9 de la Directiva requiere que los accionistas autoricen específicamente a la junta directiva, durante el período relevante (Ventoruzzo, 2006, pág. 61).

El artículo 11 de la Directiva versa, entre otros, sobre acuerdos de accionistas que limiten el derecho a transferir acciones o los derechos de voto. En EE. UU. no existe un equivalente al mencionado artículo, de hecho, las normas estatales en dicho país en materia de OPA hostiles están en contravía con la Directiva, toda vez que esta última no permite la aplicación de la píldora venenosa. En efecto, el artículo 11 prohíbe, durante el plazo de aceptación de la oferta, cualquier restricción —ya sea que esta provenga de acuerdos entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta o de los estatutos de la sociedad afectada— en la transmisibilidad de valores o en los derechos de voto. Las restricciones al derecho de voto que estén previstas en los estatutos de la sociedad afectada o en acuerdos de esta con titulares de valores en la sociedad, no surten efecto alguno en la asamblea de accionistas que decida sobre la adopción de medidas de defensa (Ventoruzzo, 2006, págs. 62-65).

De otra parte, el artículo 12 de la Directiva establece que la aplicación de los artículos 9 y 11, arriba explicados, es opcional para los Estados

miembros de la Comunidad Europea. Para algunos expertos, el hecho de que la aplicación de las mencionadas disposiciones dependa de cada país, acaba con la intención de lograr una armonización de las distintas legislaciones en materia de medidas defensivas frente a OPA hostiles. Hay quienes aseguran que con el artículo 12 de la Directiva se acaba con la esencia de esta y, por tanto, con las esperanzas de convertirse en la principal economía en el mundo (“The EU’s Takeover Plan”, 2003). De hecho, se ha afirmado que con esta disposición es muy probable que se incremente el proteccionismo nacional y que se acabe con la posibilidad de homogeneizar las distintas legislaciones europeas (“The Takeover Directive”, 2005).

3. Deberes ante OPA hostiles en Colombia

La legislación colombiana en materia de OPA hostiles y medidas de defensa se aparta de la Directiva de la Comunidad Europea y de las normas de Delaware, toda vez que en la ley no se menciona quiénes deben aprobarlas en concreto, de manera que dependerá del tipo de medida que se vaya a adoptar si debe ser aprobada por los accionistas o por la junta directiva. Recordemos que en la Directiva toda medida defensiva debe ser aprobada por los accionistas, mientras que en Delaware la junta directiva tiene casi que plena discreción para implementar las medidas defensivas que estime pertinentes,²⁶ sujetas estas

últimas únicamente a una revisión limitada por parte de las Cortes.

En este sentido, el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010 dispone que una vez realizada la OPA, se suspende la negociación de los valores afectados y surgen obligaciones en cabeza del emisor de dichos valores,²⁷ en los siguientes términos:

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.

26 En Delaware “los negocios y asuntos de toda sociedad (...) tienen que ser manejados por o bajo la dirección de la junta directiva” (Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a), 2002).

27 En virtud de lo dispuesto en el artículo 6.15.2.1.24 del Decreto 2555 de 2010, estas obligaciones no son aplicables en materia de OPA voluntarias. El mencionado artículo dispone: “Aun cuando no resulten obligatorias, podrán formularse ofertas públicas de adquisición sobre valores inscritos en bolsa de valores. Tales ofertas públicas de adquisición deberán ser autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia y dirigirse a todos los titulares de dichos valores, quedando sujetas a las mismas reglas y procedimientos establecidos para las ofertas públicas de adquisición obligatorias, exceptuando lo establecido en el artículo 6.15.2.1.19 del presente decreto”.

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.

En el evento en que la sociedad afectada con la oferta haga parte de una situación de subordinación o de un grupo empresarial, o conforme con otras personas un mismo beneficiario real, las demás personas vinculadas por la situación de subordinación o grupo empresarial y los integrantes de dicho beneficiario real, deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, operaciones que puedan perturbar la oferta.

De acuerdo con la anterior disposición, los administradores de la compañía emisora de valores que se vea afectada por una OPA hostil no podrán efectuar ninguna de las medidas defensivas que se mencionan en los ordinales del artículo transcrito, a menos que los administradores estén ejecutando decisiones que hayan sido tomadas previamente por los órganos sociales competentes. De este modo, en Colombia, a menos de que exista una autorización previa para tal efecto, los administradores no podrán defenderse ante OPA hostiles.

Así las cosas, en Colombia cuando los administradores se encuentren frente a OPA hostiles, solo podrán adoptar tácticas preventivas, tal es el caso de la píldora venosa. Lo anterior implica que, en términos prácticos, medidas de defensa posteriores a la presentación de la OPA no resulten ser aplicables. Mencionando algunos

ejemplos, parecería ser muy poco probable que los órganos sociales competentes aprueben de manera previa la venta de activos esenciales de la compañía (*Lockups*) o que se acepte la venta de un porcentaje importante de acciones a un caballero blanco (*White knight*), en caso de que se presente una OPA hostil. En el evento de que se llegaren a aprobar tales medidas posteriores, parecería bastante probable que una decisión de ese tipo fuese impugnada y quedare sin efectos, por desconocer tanto el interés social como el de los socios minoritarios.

3.1 Tácticas preventivas en Colombia

Las tácticas preventivas no tienen el único propósito de defenderse frente a OPA hostiles, sino que, adicionalmente, le permiten a los órganos sociales competentes negociar el mejor precio para la adquisición de las acciones de la compañía. Cuando se presenta una OPA hostil para adquirir valores de una compañía que posee tácticas apropiadas de defensa, es frecuente que lo que inicia siendo una OPA hostil termine convirtiéndose en una adquisición amistosa. Lo anterior, en el evento en que la aplicación de las tácticas preventivas no permita que se concrete la adquisición hostil y que, entre tanto, se ofrezca un buen precio para la adquisición de valores. Bajo estos supuestos, los órganos sociales competentes no bloquearían la negociación siempre que la sociedad y los accionistas se puedan ver beneficiados y adecuadamente retribuidos. De este modo, las tácticas preventivas no son únicamente un mecanismo de defensa, sino que, en últimas, permiten que los

accionistas se vean beneficiados con un mayor precio pagado por sus acciones.

En Colombia las adquisiciones hostiles han sido escasas debido a una gran concentración de la propiedad accionaria. No obstante, existe un ejemplo reciente que se presentó entre compañías del sector petrolero, más exactamente la adquisición hostil de Brio de Colombia por parte de Biomax en el año 2011. En un principio hubo negociaciones entre los administradores de las dos compañías para llevar a cabo una adquisición amistosa o incluso una fusión, las cuales finalmente no se concretaron. Después de que Biomax hiciera una emisión de acciones con la cual obtuvo aproximadamente US\$50 millones, lanzó una OPA hostil dirigida directamente a los accionistas con el propósito de adquirir la mayoría de las acciones de Brio. Mediante la mencionada OPA hostil Biomax adquirió el 94% de las acciones de Brio de Colombia (Fundación Bavaria, 2013, pág. 182).

Si bien en Colombia se han presentado pocas adquisiciones hostiles, no es menos cierto que con el aumento de la inversión extranjera, los acuerdos internacionales de integración tales como la Alianza del Pacífico —en el cual, entre otros, se busca la integración y el fortalecimiento de las Bolsas de Valores de los Estados miembro—, el incremento del desarrollo económico de Colombia en general, acompañado de una mejor redistribución del ingreso, tendrán como consecuencia la disminución de la concentración de la propiedad accionaria y la consecuente democratización de la misma, lo cual incidirá en el aumento de las OPA hostiles en el

país y en que cada vez sean más necesarias las medidas defensivas.

Hechas las anteriores aclaraciones, es pertinente analizar algunas tácticas preventivas, incluyendo la medida defensiva por excelencia, esto es, la píldora venenosa, su validez de acuerdo con el ordenamiento jurídico colombiano y cómo podrían ser aplicadas por los administradores en Colombia.

a. Disposiciones de justo precio (*fair price*)

Esta medida consiste en establecer una cláusula en los estatutos de una sociedad, que fije un precio mínimo de adquisición de las acciones cuando una persona natural o jurídica adquiera un porcentaje determinado de estas de dicha sociedad (por ejemplo un 15% o 20%) y que se vea obligada a extenderla a la totalidad de los accionistas (Villegas, 2001, pág. 11).

Mediante esta medida se busca disuadir a potenciales adquirentes que busquen obtener el control de la sociedad, al tener que desembolsar una muy onerosa contraprestación por adquirir el control. De este modo, se impide que un potencial adquirente se haga con las acciones de la compañía *target* por un valor inferior a un mínimo aceptable para la compañía.

En los estatutos se podría tomar como referente el valor de mercado de las acciones y añadirle un valor porcentual adicional, de manera que no se acepte ninguna oferta que no sobrepase la sumatoria de dichos montos. A manera de ejemplo, se podría establecer que el precio adecua-

do para adquirir un porcentaje igual o superior al 15% del capital con derecho a voto, no puede ser inferior al promedio de los últimos seis meses de cotización de la acción más un 20%, y que dicha oferta se debe hacer extensiva a todos los accionistas.

Este tipo de medida es perfectamente válida en el ordenamiento jurídico colombiano, y si bien resulta apropiada para defenderse de OPA hostiles, también es cierto que puede desincentivar ofertas que, bajo ciertas circunstancias, pueden ser consideradas apropiadas para los accionistas, pero que no cumplen con los requerimientos establecidos en los estatutos.

b. Supermayorías

Esta es una táctica que se usa cuando existe una oferta en dos etapas, es decir, que en la primera se adquiere un porcentaje importante de participaciones de capital y, en una segunda etapa, se lleva a cabo una fusión por absorción. Con este mecanismo se establece que, por ejemplo, es necesario que el 75% del capital con derecho a voto apruebe el proceso de fusión o la venta de la totalidad de activos de la sociedad.

Mediante el mencionado porcentaje se busca que no sea suficiente con que el oferente obtenga el control de la sociedad, sino que requiere de la participación y adhesión de una cantidad importante de accionistas para poder llevar a cabo la segunda etapa. Aunque la aplicación práctica de esta medida se limita a ofertas en dos etapas, es preciso destacar que resulta ser válida y plenamente aplicable en Colombia.

c. *Shareholders rights plan o Poison pill* (píldora venenosa)

Esta táctica ha sido considerada como el mecanismo de defensa más exitoso y mayormente utilizado por las sociedades en EE. UU.²⁸ Al 2005, más de 2300 compañías en dicho país habían adoptado la píldora como medida de defensa (Herlihy, 2006, pág. 397). El inventor de esta medida de defensa, Martin Lipton,²⁹ señala que fue creada para proteger a las compañías de las tomas de control abusivas y de las OPA que resultaban ser inadecuadas para los accionistas. Asegura que con esta táctica se le da una mejor posición de negociación a la junta directiva, con lo cual se puede proteger a los accionistas y aumentar el *premium* (Lipton, 2002, pág. 1037).³⁰

Varios autores han tratado de definir la *poison pill*,³¹ pero considero que la definición de la Securities and Exchange Commission (1986) representa perfectamente su alcance:

Una píldora venenosa describe una familia de derechos de los accionistas o acuerdos de

28 Según Ronald J. Gilson (2001, pág. 229), profesor de las universidades de Stanford y Columbia, la píldora venenosa se constituyó en la innovación más importante en materia de derecho corporativo desde que Samuel Dodd inventara la figura del *trust* para John D. Rockefeller y Standard Oil en 1879.

29 Socio fundador de Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, probablemente una de las oficinas de abogados más prestigiosas en EE. UU. en materia de M&A.

30 Ver también: Lipton y Rowe (2002, pág. 10).

31 Ver por ejemplo: Dawson, Pence y Stone (1987, pág. 423), quienes dan una definición general de la *poison pill*, al señalar que se refiere a "varias medidas defensivas adoptadas por la junta directiva en respuesta a tomas de control hostil o ante posibles intentos de tomas de control hostil que pueden causar severas repercusiones en el adquirente o en la potencial persona controlante" (traducción libre).

acciones privilegiadas convertibles (o bonos) que, cuando se desencadena un evento como una OPA o una acumulación de acciones de la compañía *target* por un adquirente potencial, permite a los accionistas de dicha compañía, siempre que no sea el adquirente potencial, comprar otras acciones (de la compañía *target* o, en algunos casos, de la adquirente) o vender acciones a la compañía *target* a unos precios muy atractivos (pág. 1). [Traducción libre].

De acuerdo con lo anterior, una píldora venenosa es un instrumento jurídico y financiero que, cuando se desencadena alguna situación en concreto, por ejemplo, se adquiere una cantidad específica de acciones de la compañía, normalmente un 15% o 20%, da lugar, según Bernier (1990, pág. 133) a alguna o algunas de las siguientes consecuencias:

- El adquirente está obligado a comprar valores a los accionistas de la compañía *target* a precios iguales o que exceden el valor de mercado;
- El adquirente pierde sustancialmente poder para votar en comparación con los accionistas de la compañía *target*;
- Los accionistas de la compañía *target* son titulares de derechos que les permiten intercambiar acciones o bonos convertibles por una combinación de efectivo y valores de la mencionada compañía, los cuales tienen un valor superior a las acciones o bonos entregados (el adquirente generalmente está excluido);
- Los accionistas de la compañía *target* tienen derecho a comprar valores de esta a precios inferiores al valor de mercado (el adquirente generalmente está excluido);
- El adquirente tiene que vender sus valores a los accionistas de la compañía *target* a precios inferiores al valor de mercado.

En EE. UU. las *poison pills* se han dividido en dos clases, esto es, las llamadas *call pills* y *put pills*. Respecto de las primeras, la compañía emite una opción de compra con la estructura de un dividendo, que está vinculada a todas las acciones de dicha compañía. La opción le permite a cada uno de los titulares de las acciones adquirir otras acciones de la compañía *target* (*flip-in*) o de la eventual sociedad absorbente (*flip-over*) en un lapso de tiempo establecido y a un precio determinado, el cual normalmente es menor al precio de mercado. Dichas opciones serán ejercitables al momento de la ocurrencia de eventos previstos en las condiciones de su emisión, por ejemplo, la adquisición de un porcentaje determinado de acciones de la compañía. De otra parte, las *put pills*, no tan utilizadas como las *call pills*, permiten a los accionistas vender sus acciones a la compañía *target*, cuando el evento desencadenante ocurra, a un precio superior al valor de las acciones de dicha compañía en el mercado y, en algunos casos, por encima del *premium* que ofrece el potencial adquirente (Villegas, 2001, págs. 10-11).

Una vez aclarados, en términos muy generales, tanto la definición como el alcance de la *poison pill* en EE. UU., se procede a hacer un análisis de esta medida de defensa frente a la ley colombiana.

Cabe subrayar que, en el entendido de que las llamadas píldoras venenosas no siempre tienen una estructura uniforme, los comentarios generales que se hacen a continuación han de ser tomados con beneficio de inventario, toda vez que dichas medidas defensivas deben ser analizadas en cada caso concreto para determinar si efectivamente son válidas o no en el derecho colombiano.

Es claro que en Colombia no se permite la defensa que se viene analizando con la misma flexibilidad que en EE. UU. Esto, dado que en nuestro país la protección del interés social constituye uno de los pilares fundamentales del derecho societario;³² el modelo anglosajón de gobierno corporativo, por el contrario, está cimentado sobre la base de que el objetivo exclusivo de la gestión de negocios ha de ser la maximización de la riqueza de los accionistas (Macey y O'Hara, 2003, pág. 91). Si bien la legislación societaria colombiana busca garantizar que los accionistas maximicen sus inversiones, de igual forma protege los intereses de la compañía y de la sociedad en general (artículo 333 de la Constitución Política). En este sentido se pronunció la Supersociedades al señalar que “el máximo órgano social al adoptar la decisión no puede perder de vista que el bienestar de la sociedad es el objetivo principal de su trabajo y de su poder” (Circular Externa 100-006/2008). De acuerdo con lo anterior, el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 dispone que las actuaciones de los administradores “se cumplirán en interés

de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de sus asociados”.

Así las cosas, cualquier decisión que adopten los distintos órganos sociales deberá respetar el interés social. Todas aquellas medidas defensivas que no respeten el llamado “interés societario” pueden ser impugnadas, en virtud de lo dispuesto en el artículo 191 del Código de Comercio,³³ de manera que si no se ajustan al mencionado principio podrán quedar sin efectos.

La legislación colombiana establece tres tipos de acciones, vale decir, las acciones ordinarias y privilegiadas (artículos 379 y 381 CCo), además de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, reguladas actualmente en los artículos 61 y siguientes de la Ley 222 de 1995. No obstante, las acciones privilegiadas permiten que se les otorguen a sus titulares distintas prerrogativas de carácter económico,³⁴ adicionales de los derechos que confieren las acciones ordinarias.³⁵ El artículo 381 del Código de Comercio dispone que “en ningún caso podrán otorgarse privilegios que consistan en voto múltiple, o que priven de sus derechos de modo permanente a los propietarios de acciones comunes”. Teniendo en cuenta que con la

32 A este respecto ver, por ejemplo, Morgestein (2011).

33 “el concepto de interés de la sociedad cumple con la función de servir de criterio para impugnar las decisiones sociales” (Morgestein, 2011, pág. 16).

34 Tales como: “1. Un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación hasta concurrencia de su valor nominal; 2. Un derecho a que las utilidades se les destine, en primer término, una cuota determinada, acumulable o no. La acumulación no podrá extenderse a un periodo mayor de cinco años” (artículo 381 CCo.).

35 Los derechos que confieren las acciones ordinarias son los consagrados en el art. 379 del CCo.

píldora venenosa se busca que el adquirente pierda poder de votación en la asamblea en comparación con los accionistas de la compañía *target*, por expresa disposición del Código de Comercio las acciones que se emitan no podrán otorgar privilegios que consistan en voto múltiple ni podrán limitar derechos de los accionistas permanentemente.

Otra diferencia importante que permite inferir que en Colombia no se puede aplicar la defensa que se viene analizando con igual flexibilidad que en EE. UU., es la imposibilidad en nuestro país de emitir acciones por un precio inferior al valor nominal de las acciones (ordinal 4 del artículo 386 CCo).³⁶ No sobra puntualizar que la mencionada restricción, en virtud de lo dispuesto en el artículo 6.4.1.1.31 del Decreto 2555 de 2010 y del artículo 62 del Decreto 1026 de 1990, también es aplicable al precio de colocación de los bonos convertibles en acciones. Dado que en el *Shareholders rights plan* normalmente se les otorga a los accionistas de la compañía *target* la posibilidad de comprar valores de esta a precios inferiores al valor de mercado, dicha posibilidad estaría permitida, siempre que no se vendan tales valores por un precio inferior a su valor nominal.

Hechas las anteriores precisiones, se procede a analizar una alternativa que considero viable para adoptar una *poison pill*, la cual además de no contrariar el ordenamiento jurídico colombiano permite defenderse apropiadamente

frente a una OPA hostil, con lo cual se pretende proponer una suerte de “píldora venenosa a la colombiana”.

En el entendido que uno de los propósitos de esa medida defensiva es que los accionistas de la compañía *target* mantengan el control de esta, una opción, la cual equivaldría a una *call pill*, consistiría en que una vez se desencadene una situación específica, como podría ser una OPA hostil o que se adquiriera, por ejemplo, el 15% de las acciones de la compañía *target*, en los estatutos o en un acuerdo de accionistas³⁷ se prevea la posibilidad de que se otorguen más valores a los accionistas de dicha compañía, excluyendo al potencial adquirente o al socio que adquirió el mencionado porcentaje de acciones.

A través de esta medida, el adquirente perdería sustancialmente poder de votación en comparación con los accionistas de la compañía *target*. El precio de suscripción de esos valores debería tener una “prima negativa”, es decir, menor al valor de mercado (nunca por debajo de su valor nominal). Con esta medida también se buscaría diluir el capital que detentaría el oferente de la compañía *target*, y, por ende, se le dificultaría la toma de control de esta, puesto que tendría que hacer extensiva su oferta a nuevas acciones de la compañía que técnicamente tendrían un menor valor.

36 Existe una excepción respecto de este artículo, la cual está consagrada en el artículo 42 de la Ley 1116 de 2006.

37 La Supersociedades reconoció el estricto cumplimiento de los acuerdos celebrados entre los accionistas de una compañía, mediante sentencia del 23 de abril de 2013 (sentencia n.º 801-016/2013, *Proedinsa Calle & Cía S. en C. contra Inversiones Vermont S. en C. y Colegio Gimnasio Vermont Medellín S.A.*).

Para lograr tales propósitos, considero que, de acuerdo con la legislación colombiana vigente, se podrían emitir acciones o bonos convertibles en acciones. En los estatutos de la compañía *target* o en un acuerdo de accionistas debería existir una autorización específica, aprobada por al menos el setenta por ciento de las acciones representadas, lo que implicaría una renuncia al derecho de preferencia³⁸ en cuanto a la emisión de acciones o de bonos convertibles en acciones, para que cuando se presente la situación desencadenante, por ejemplo, una OPA hostil, los administradores de dicha compañía estén facultados para emitir acciones o bonos convertibles en acciones a todos los accionistas, excluyendo a quien haya hecho la OPA hostil o a quien haya adquirido un porcentaje determinado de acciones.

A continuación se analizan las disposiciones y aspectos más relevantes, los cuales permiten inferir que dicha medida de defensa es plenamente aplicable en Colombia:

- De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010, arriba transcrito, debe existir una autorización previa, por parte de los órganos sociales competentes, en la que se apruebe la emisión de acciones o de valores convertibles, al momento en que se presente la situación desencadenante, esto es, una OPA hostil o que un socio

haya adquirido un determinado porcentaje de acciones.

El artículo 385 del Código de Comercio dispone que las acciones no suscritas en el acto de constitución y las que emita posteriormente la sociedad, deben ser colocadas de acuerdo con el reglamento de suscripción. Con excepción de las acciones privilegiadas y de goce, a falta de disposición estatutaria expresa, corresponde a la junta directiva la aprobación del reglamento de suscripción.

- En virtud de lo dispuesto en el artículo 752 del Código de Comercio, “los bonos son títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo a cargo de una sociedad o entidad sujetas a inspección y vigilancia del gobierno”. De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, el Decreto 1026 de 1990 aplica para la colocación de bonos mediante oferta privada, mientras que cuando la emisión se efectúa mediante oferta pública, el Decreto 2555 de 2010 será la legislación aplicable (Oficio 22058429/2002, Supersociedades). En este punto es preciso destacar en relación con la oferta pública, que el artículo 4 de la Ley 964 de 2005 dispuso que:

El Gobierno Nacional solo 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.

- Tanto el artículo 6.15.2.1.27 del Decreto 2555 de 2010 como el artículo 58 del Decreto 1026

³⁸ “El derecho de preferencia es un privilegio del que gozan los accionistas, traducido en la facultad para suscribir proporcionalmente las nuevas acciones emitidas por la sociedad, o aquéllas en reserva que sean liberadas, que tiene por finalidad conservar el “statu quo” de cada asociado respecto del ejercicio de los derechos políticos y patrimoniales” (Circular Externa 014 de 1997, Superbancaria).

de 1990, disponen que se pueden emitir bonos que confieran a sus tenedores el derecho de convertirlos, en todo o en parte, (y antes de su vencimiento, si así se determina) en acciones de la sociedad o cuyo pago se efectúe mediante un número determinado o determinable de acciones liberadas de la sociedad emisora.

- En virtud del artículo 388 del Código de Comercio, los accionistas tendrán derecho de preferencia en toda nueva emisión de acciones. Lo anterior significa que los accionistas tendrán derecho a suscribir preferencialmente una cantidad de acciones proporcional a las que posean en la fecha en la que se apruebe el reglamento de suscripción. Sin embargo, la mencionada disposición también establece la posibilidad de que en virtud de los estatutos o por voluntad de la asamblea general, las acciones se pueden colocar sin sujeción al derecho de preferencia. El numeral 5 del artículo 420 del Código de Comercio establece que se requiere de, por lo menos, del voto favorable del 70% de las acciones presentes en la reunión, para disponer que una determinada emisión de acciones ordinarias sea colocada sin sujeción al derecho de preferencia.
- De acuerdo con el artículo 6.15.2.1.33 del Decreto 2555 de 2010 y el artículo 64 del Decreto 1026 de 1990, con excepción de los casos en que de acuerdo con la ley o los estatutos sociales no exista derecho de preferencia o cuando la asamblea renuncie a este, la colocación de los bonos convertibles en acciones se debe hacer con sujeción a dicho derecho.
- Para que las acciones o los bonos convertibles en acciones sean colocados sin sujeción al derecho de preferencia, por una parte, debe existir una estipulación estatutaria expresa o voluntad de la asamblea en tal sentido y, de otra, autorización por parte de la Superintendencia Financiera del reglamento de suscripción de acciones, en cumplimiento del inciso 3 del artículo 388 del Código de Comercio (Circular Externa 014/1997, Superbancaria).
- La renuncia al derecho de preferencia “puede ser determinada, es decir, a favor de ciertas y determinadas personas, sean accionistas o no, indeterminada o genérica, cuando se dispone que se realice la oferta a terceros o esta sea pública” (Oficio EX21177/1986, Supersociedades). De este modo, en los estatutos o en un acuerdo de accionistas se debería establecer expresamente que cuando se presente la situación desencadenante, se suprime al derecho de preferencia en cuanto a la emisión de acciones o de bonos convertibles en acciones, únicamente respecto de quien haya hecho la OPA hostil o del socio que haya adquirido un porcentaje determinado de acciones.
- En el supuesto de que en los estatutos se haya hecho una renuncia genérica en relación con el derecho de preferencia, el artículo 6.15.2.1.27 del Decreto 2555 de 2010 y el artículo 58 del Decreto 1026 de 1990 establecen la posibilidad de que se emitan bonos acompañados de cupones que confieren a sus tenedores el derecho de suscribir acciones de la sociedad emisora, en la época y condiciones que se fijan en el prospecto de emisión.

Después de haber analizado los principales aspectos y disposiciones relevantes en el ordenamiento jurídico colombiano en cuanto a la emisión de acciones o bonos convertibles en acciones, considero que además de no contrariar normas imperativas, resulta ser un mecanismo eficiente para defenderse ante OPA hostiles.

No obstante, es preciso puntualizar que en la emisión de acciones o de bonos convertibles en acciones, de acuerdo con el derecho de preferencia, no es procedente exigir al accionista la suscripción de un monto mínimo de acciones, toda vez que los accionistas son titulares de un derecho —el de suscribir preferencialmente en toda nueva emisión—, pero este no se puede convertir en una obligación, puesto que se estaría desconociendo el mencionado derecho (Oficio 220-069759/2009, Supersociedades). De este modo, en el caso de la emisión de acciones o de bonos convertibles, los accionistas tendrán que suscribir acciones suficientes para que se pueda llevar a cabo adecuadamente la medida de defensa frente a tomas de control hostil, esto es, al diluir el poder de voto que puede llegar a tener quien pretende quedarse hostilmente con la compañía. Adicionalmente, el mencionado mecanismo implicaría que los accionistas se vean obligados a desembolsar dinero para suscribir acciones, lo cual puede conllevar que se pueda impugnar la decisión en la que se aprueba la emisión de acciones o de bonos convertibles, basado en que se está afectando el interés de los socios.

III. CONCLUSIONES

Los administradores que se encuentran inmersos en procesos de fusiones y adquisiciones han de observar los deberes generales consagrados en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995. En el presente artículo se analizó, en particular, cómo se aplican los deberes de diligencia y lealtad en materia de fusiones. Es preciso reiterar que tales deberes son igualmente aplicados en adquisiciones. No obstante, el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010 impone deberes adicionales a los administradores cuando se enfrentan a OPA hostiles.

De la mencionada disposición se infiere que en Colombia solo son permitidas las medidas de defensa de carácter preventivo, esto es, las que deben ser aprobadas por los órganos sociales competentes de manera previa a que se presente la OPA hostil. También se analizó la viabilidad, de acuerdo con el derecho colombiano, de aplicar medidas tales como disposiciones de justo precio (*fair price*), supermayorías, y la *poison pill* o píldora venenosa. En suma, tales tácticas preventivas resultan ser apropiadas para defenderse ante OPA hostiles, son acordes con la legislación y la doctrina nacionales y no contrarían normas de orden público colombianas.

Referencias

American Law Institute. (Abril 30 de 1994). *Principles of Corporate Governance: Analysts and Recommendations (Principles of the Law)*. St. Paul, Minn.: American Law Inst.

- Aronson v. Lewis*. 473 A.2d 805 (Del., 1984).
- Burns, T. y Scott, K. (2005). Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. *American Journal of Comparative Law*, LIII, 66-69.
- Berglöf, E. y Burkat, M. (2003). European Takeover Regulation. *Economic Policy*, 18(36), 171-213.
- Bernier, J. F. (1990). *Shareholders' Rights Plans – The Poison Pill in the U.S. and Canada: Background and Legal Considerations*. R.D.U.S 21, 133.
- Brehm v. Eisner*. 746 A. 2d 244 (Del. 2000).
- Carroll, C., Griffith, J. M. y Rudolph, P. M. (1998). The Performance of White- Knight Management. *Financial Management*, 27(2), 48-56.
- Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del. 1993).
- Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 554 (Del. 1964).
- Cioffi, J. W. (Septiembre 28 de 2001). *The Collapse of the European Union Directive on Corporate Takeovers: The EU, National Politics, and the Limits of Integration*. Berkeley: Berkeley Roundtable on the International Economy.
- Clark, C. R. (1986). *Corporate Law: A paradigm for futures student textbooks*. Boston: Little, Brown and Company.
- Commission Proposal for Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids. Art. 9, at 11, 16, COM (2002) 534 final (Octubre 2, 2002).
- Compare Dorskocil Cos. Inc. v. Griggly*. CA 10095, 10106-08, 10116, 1988 Del. Ch. LEXIS 113 (Aug. 18, 1988).
- Davidson, K. M. (1985). *Mega-Mergers: Corporate Americas Billion-Dollar Takeovers*. Cambridge, Mass.: Ballinger.
- Dawson, S. S., Pence, R. J. y Stone, D. J. (1987). Poison Pill Defensive Measures. *The Business Lawyer*, 42(2), 423.
- Díaz Echegaray, J. L. (2004). *Deberes y responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*. Cizur Menor, Navarra: Thomson Arandazi.
- Drexler, D., Black, L. y Gilchrist, A. (2010). *Delaware Corporation Law and Practice*. New York, NY: Lexis Pub.
- Easterbrook, F. H. y Fischel, D. R. (1996). *The Economic Structure of Corporate Law*. Milano: Giuffrè.
- Ehud Kamar, A. (1998). Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law. *Columbia Law Review*, (98), 1908-1913.
- EU Takeover Code Thrown Out*. (July 4, 2001). Obtenido de BBC News: <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/1422107.stm>

- Forigua Rojas, J. (2008). Ofertas públicas de adquisición de valores: el nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia. *Revista de Derecho Privado*, (39), 3-15.
- Forstinger, C. M. (2002). Takeover Law in the EU and the USA: A Comparative Analysis. *Kluwer Law International*, XVII, 77-79.
- Fundación Bavaria. (2013). *El emprendimiento como eje de la innovación y la sostenibilidad en Colombia*. Bogotá: Autor.
- Gallego, E. (2013). *La responsabilidad civil de los administradores de entidades bancarias. La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- German Securities and Acquisitions Act. Dec. 20, 2001 BGBl. I S. at 3822, §33(1)-(2) (F.R.G).
- Gilson, R. J. (December, 2001). Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 197*; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 229*.
- Gordon, J. N. (2002). An American Perspective on the New German Anti-takeover Law. *ecgi - Law Working Paper No. 02/2002*; *Columbia Law and Economics Working Paper No. 209*; *Harvard Law and Economics Discussion Paper n.º 407*.
- Guerrero Trevijano, C. (2010). *La Business Judgment Rule en los Procesos de M&A* [Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil], Universidad Complutense, 17.
- Henley Group, Inc. v. Santa Fe Southern Pacific Corp.* CA 9569, 1988 Del. Ch. LEXIS 32 (March 11, 1988).
- Herlihy, E. D. (2006). Contest for Corporate Control 2006 - Current Offensive & Defensive Strategies in M&A Transactions. En *Takeover Law and Practice 2005* (págs. 397-398). New York: Practising Law Institute.
- Holger, F. (2002). La business judgment rule a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho. *Revista de Derecho Mercantil*, (246), 1727-1754.
- Hunt, P. (2009). *Structuring mergers & acquisitions: a guide to creating shareholders value* (fourth ed.). Austin: Wolters Kluwer.
- Hutchinson, H. G. (2005). Director Primacy and Corporate Governance Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm. *Loyola University Chicago Law Journal*, 36, 1111-1149.
- In re Time, Inc. S'holders Litig.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
- Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del., 1987).
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (July 1, 1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).

- Johannesson, H. (2000). *Hostile Tender Offers and Antitakeover Defenses -A Comparative Analysis based on a Law and Finance Approach*. Lund, Sweden: Faculty of Law, University of Lund.
- Kirchner, C. y Painter, R. W. (2002). Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed 13th EU Directive and the New German Takeover Law: Comparisons and Recommendations for Reform. *American Journal of Comparative Law*, 50, 451-466.
- Lipton, M. (March 9, 2002). Pills, Polls, and Professors Redux. *University of Chicago Law Review*, 69(3), 1037.
- Lipton, M. y Rowe, P. (2002). Pills, Polls, and Professors: A Reply to Ronald Gilson. *The Delaware Journal of Corporate Law*, 27(1), 1-55.
- Macey, J. R. y O'Hara, M. (April, 2003). The Corporate Governance of Banks. *Economic Policy Review*, IX(1).
- Melchione, J. (2009). Fiduciary Duties of Credit Union Directors in the Merger Context. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 7, 203-230.
- Mirvis, T. N. (2004). *Takeover law and practice*. Reino Unido.
- Morgestein, W. (2011). El concepto de interés social y su impacto en el derecho de sociedades colombiano. *Revista e-mercatoria*, X(2), 16.
- Muñoz Paredes, J. M. (1999). *La información de los consejeros en las sociedades anónimas*. Pamplona: Arandazi.
- Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission. (October 23, 1986). *The effects of Poison Pills on the Wealth of Target Shareholders*.
- Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del., 1994).
- Paramount Communications Inc. vs. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140, 1153-54 (Del., 1989).
- Paramount Communications v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140, 1142-1151 (Del. 1990).
- Pinzón, G. (1968). *Sociedades Comerciales* (t. I). Bogotá: Editorial Temis.
- Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 182 (Del., 1986).
- Reyes Villamizar, F. (2002). *Derecho Societario* (t. I-II). Bogotá: Editorial Temis.
- Securities and Exchange Commission. Office of the Chief Economist. (October 23, 1986). *The effects of Poison Pills on the Wealth of Target Shareholders*. Washington: The Commission.
- Shivdasani, A., (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers, *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 167-198.

- Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del., 1985).
- Subramanian, G. (October, 2005). Fixing Freezouts. *Yale Law Journal*, 115(2).
- Suescún de Roa, F. (2013). The business judgment rule en los Estados Unidos: una regla con dimensión procesal y fuerza sustantiva. *Vniversitas*, (127), 341-371.
- Superintendencia Bancaria. (1991). *Colección legislación financiera*. Bogotá: Autor.
- Superintendencia Bancaria. Circular Externa 014 de 1997.
- Superintendencia Bancaria. Concepto 2002059954-1 del 4 de diciembre de 2002.
- Superintendencia de Sociedades, Delegatura de Procedimientos Mercantiles. Sentencia n.º 801-016 del 23 de abril de 2013, *Proedinsa Calle & Cía S. en C. contra Inversiones Vermont S. en C. y Colegio Gimnasio Vermont Medellín S.A.*
- Superintendencia de Sociedades, Delegatura de Procedimientos Mercantiles, Sentencia n.º 801-035 del 9 de julio de 2013, *SAC Estructuras Metálicas S.A. contra Daniel Correa*.
- Superintendencia de Sociedades, Delegatura de Procedimientos Mercantiles, sentencia del 14 de mayo de 2014, *Loyalty Marketing Services Colombia S.A.S contra Shirley Natalia Ávila Barrios*.
- Superintendencia de Sociedades. (Mayo, 1994). *Boletín Jurídico* n.º 7 de mayo de 1994.
- Superintendencia de Sociedades. Circular Externa 01 de 2007.
- Superintendencia de Sociedades. Circular Externa 07 de 2008.
- Superintendencia de Sociedades. Circular Externa 100-006 del 25 de marzo de 2008. DO 46.941, 26 de marzo de 2008.
- Superintendencia de Sociedades. Concepto 220-62689, diciembre 12 de 2002.
- Superintendencia de Sociedades. Concepto 220-5685, 19 de febrero de 2004.
- Superintendencia de Sociedades. División de Liquidación. Memorando 100-185, mayo 25 de 1994.
- Superintendencia de Sociedades. Oficio 22058429 del 21 de noviembre de 2002.
- Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-069759 de mayo 27 de 2009.
- Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-024340 del 23 de abril de 2010.
- Superintendencia de Sociedades. Oficio EX21178 del 13 de noviembre de 1986.
- Superintendencia de Sociedades. Oficio OA-17015 de agosto 25 de 1980.

- Superintendencia de Valores. Concepto 19999-1600 del 8 de septiembre de 1999. www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/12218.pdf.
- Superintendencia Financiera. Circular Externa 002 de enero 22 de 2007. Theobald, T. (2006). Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at US Board Deference and the European Effort at Harmonization. *International Trade Law Journal*, 15(2), 60-74.
- Superintendencia Financiera. Concepto 2006011868-001 del 18 de abril de 2006. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2D 946 (Del., 1985).
- Superintendencia Financiera. Concepto 2006044820-005 del 2 oct. 2006 del 2 de octubre de 2006. Ventoruzzo, M. (2006). The Thirteenth Directive and the Contracts between European and US Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic Ends. *Bocconi Legal Studies Research*, Paper n.º 06-07.
- Superintendencia Financiera. Concepto 2006048183-001 del 24 de octubre de 2006. Villegas, M. (2001). *Major Corporate Events – Public Tender Offers and Changes of Control*. Buenos Aires: OECD in cooperation with the World Bank.
- Superintendencia Financiera. Concepto 2009050935-003 del 31 de julio de 2009. Vishny, R. W., Schleiffer, A. y Morck, R. (1987). Characteristics of Hostile and Friendly Targets. *The National Bureau of Economic Research*, Working Paper n.º 2295.
- Superintendencia Financiera. Concepto 2010013416-001 del 8 de abril de 2010.
- The EU's Takeover Plan*. (Noviembre 26 de 2003). Obtenido de The Washington Times: <http://www.washtimes.com/op-ed-20031125-082611-8252r.htm>
- The Takeover Directive*. (July, 2005). Obtenido de Freshfields Brackhaus Deringer: <http://>