



MONOGRAFÍA JURÍDICA PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE ABOGADA

Diciembre 2019
Departamento de Derecho Privado

Conveniencia de la obligatoriedad en las ofertas públicas de adquisición en Colombia¹

Estudiante:
DANIELA VARGAS GUZMÁN

Tutores de la monografía jurídica:
DARÍO LAGUADO GIRALDO

¹ El presente trabajo se presenta al Departamento de Derecho Privado de la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Javeriana en observancia de las disposiciones de las Reglas Generales para la Monografía Jurídica como requisito de grado en la Carrera de Derecho.

Tabla de contenido

Resumen.....	4
1 Introducción	4
2 Concepto de OPA	5
3 Operaciones de control	8
4 Tipos de OPA.....	16
4.1 Obligatoria	16
4.2 Voluntaria	17
4.3 Competidora	17
4.4 Amistosa	18
4.5 Hostil	19
5 Reglas de tomas de control. Tipos de sistemas.....	19
6 Regulación en Colombia.....	21
6.1 Obligatoriedad de adquirir a través de una OPA.....	22
6.2 Procedimiento en la práctica.....	27
6.3 Publicidad de la OPA	28
6.4 Aceptación de la OPA	29
6.5 Acceso a la información	30
6.6 Fusiones y OPA's	32
6.7 Contraprestación en la OPA	35
6.8 Violación a las normas sobre OPA's.....	36
7 Régimen obligatorio de OPA's	37
8 Problemas que genera la OPA	40
9 Conveniencia del Régimen en Colombia.....	42
10 Conclusiones	44

11	Referencias	45
12	Anexos	48

Resumen

El objetivo de esta investigación es presentar un examen completo de la figura de la Oferta Pública de Adquisición -OPA- y analizar la efectividad de mantener un régimen en el cual se han previsto supuestos donde el lanzamiento de esta es de obligatorio cumplimiento para el potencial adquirente. En este sentido, se pretende observar cuáles son los beneficios o utilidades que dicho marco regulatorio puede tener en el escenario de las operaciones de control, y asimismo advertir los efectos negativos con el fin que el lector pueda extraer conclusiones propias a partir del conocimiento global de la materia.

Palabras Clave: Oferta Pública de Adquisición, operación de control, mercado de valores, fusiones y adquisiciones.

1 Introducción

Debido a que el mercado de fusiones y adquisiciones tiene cada vez más acogida alrededor del mundo, la regulación adoptada en cada lugar puede resultar bastante significativa en términos de inversión. Esto, sumado a la tradicional discusión respecto del rol que las leyes deben cumplir en las dinámicas al interior de la compañía, hace que las OPA's se hayan convertido en una figura particularmente importante en el marco de las operaciones de control.

En virtud de lo anterior, el presente trabajo tiene por objeto identificar las generalidades de la OPA y su regulación en Colombia comparada con ordenamientos más sólidos en la materia para posteriormente dar paso a la discusión sobre la conveniencia de adoptar un régimen obligatorio, como en efecto se ha hecho. Con esto en mente, la primera parte constará de una aproximación al tema de forma general, en la cual se considerará el concepto de OPA en el marco de las operaciones de control, sus efectos y los tipos de sistemas en cuanto a las reglas de tomas de control. Posteriormente, se profundizará en el régimen colombiano haciendo énfasis en el mencionado debate alrededor de la obligatoriedad del mismo. Finalmente, se

estudiarán los distintos tipos de OPA y los problemas de coordinación y de agencia que estas generan entre los diferentes sujetos cuyos intereses pueden verse afectados.

2 Concepto de OPA

El concepto de OPA, que ha sido abarcado en el contexto de operaciones de control típica del mercado de valores², se refiere a la operación a través de la cual, una persona natural o jurídica realiza una oferta pública de compra o adquisición a todos los accionistas de la sociedad objetivo, cuando esta pretende adquirir un porcentaje significativo de acciones con derecho a voto de una compañía³. En algunas legislaciones, un supuesto adicional en el cual puede presentarse la OPA resulta cuando los emisores de valores deciden cancelar la inscripción de las acciones en la bolsa de valores. En este caso, lo más común es que la decisión se tome a través de la Asamblea General de Accionistas con la mayoría de votos presentes en la respectiva reunión, de tal forma que los accionistas que aprobaron la cancelación, deberán promover una OPA sobre las acciones de los accionistas ausentes o disidentes⁴⁵.

En este sentido, si bien el contexto más usual en el cual se desarrolla la OPA es cuando la compañía se encuentra listada en bolsa, existen casos en que esto varía y el proceso no se circunscribe a dichas compañías, sino que se extiende a aquellas que no negocian sus acciones en un mercado público de valores. Lo anterior puede deberse, entre otros asuntos, a que las sociedades que no negocian sus acciones en un mercado público, suelen contar con un menor

² El mercado de valores hace parte del mercado de capitales, el cual "...busca que las personas que necesitan recursos se pongan en contacto con las personas que están dispuestas a entregarlos con la expectativa de obtener un rendimiento. El mercado de valores o no intermediado se caracteriza porque los agentes que necesitan de recursos (principalmente empresas y el Gobierno) captan los recursos directamente del público". Citibank, ABC del Inversionista Cartilla No. 1, AMV, 2 (2012).

³ Dicho porcentaje dependerá de la regulación prevista en cada país.

⁴ Este es el caso en Colombia.

⁵ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

número de accionistas, lo cual tiende a modificar el contexto y a hacer que el lanzamiento de una OPA pierda un poco de sentido.

En el presente capítulo nos limitaremos a decir que, en Colombia, la figura de la OPA resulta aplicable de forma obligatoria cuando hay un interés en una compañía listada en bolsa, y dicho interés se encaja en alguno de los siguientes supuestos: primero, una persona que no tiene dicho porcentaje, pretende adquirir 25% o más de acciones de la compañía o, segundo, la adquisición la realiza un accionista que tiene más del 25% y pretende adquirir un 5% o más adicional.

Ahora bien, son varias las finalidades que se atribuyen a la OPA; en primer lugar, se busca otorgar a los minoritarios la posibilidad de vender en igualdad de condiciones, como también dotarlos de un mecanismo de protección en aquellos eventos en los que se pretenda limitar la negociabilidad de las acciones⁶. Como se explicará más adelante, la OPA permite a los accionistas minoritarios beneficiarse de la prima de control⁷. En segundo lugar, permite agilizar la adquisición de acciones en grandes volúmenes, a través de un procedimiento mucho más práctico y organizado que el que comúnmente se llevaría a cabo por medio de numerosas operaciones. En relación con lo anterior, resulta lógico inferir que la constante negociación de acciones de una misma compañía, terminaría elevando el precio de estas al punto de entorpecer la operación en razón de su encarecimiento, lo cual se interrumpe con la OPA. Al respecto, es necesario tener en cuenta que, aunque es usual que a través de la OPA se ofrezca un precio mayor al de la cotización de la acción en el mercado, dicho precio es determinado y su cálculo

⁶ Preguntas frecuentes FAQ. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/FAQ/user/main/s/0/f/0/c/0> (n.d.).

⁷ “El concepto de apalancamiento en capital o en derechos de votos es, obviamente una ventaja, pero no siempre es fácil obtenerla; normalmente tiene un precio. Por ejemplo, cuando se desea obtener la mayoría del capital de una empresa ya constituida, habrá que pagar más caras las acciones del paquete de control de lo que costaría una participación minoritaria. El procedimiento característico para este tipo de adquisiciones es lanzar al público una oferta de compra a un precio notablemente alto al del mercado (Oferta Pública de Adquisición, OPA). El sobreprecio que se paga por las acciones se denomina prima de control y se podría definir como la cantidad que paga la empresa adquirente por hacerse con el control de la adquirida. En las OPA, ese incentivo que se ofrece al accionista minoritario para que venda está justificado, además de por el control, por la necesidad de no hacer fracasar la oferta”. Alfonso Galindo Lucas, Fundamentos de Valoración de empresas, Editor Juan Carlos Martínez Coll, 87 (2000).

podrá ser fijado libremente por el comprador, como es común, o podrá estar a cargo de una entidad evaluadora independiente⁸.

Es necesario considerar que, cuando una persona toma la decisión informada de hacer parte de una determinada compañía a través de la adquisición de acciones, ha estudiado previamente su estructura de propiedad, sus órganos directivos y sus políticas, entre otros, y con base en ello, ha resuelto invertir parte de su patrimonio en dicha sociedad en específico. Si reflexionamos alrededor de esto, parece razonable que el ordenamiento confiera a los accionistas la posibilidad de salir de un negocio en el cual todas las condiciones podrían cambiar, pues es claro que tras haber adquirido una importante porción accionaria, el comprador obtiene asimismo, un gran poder sobre la compañía⁹. Otra situación análoga, que ocurrió en Estados Unidos y a la cual se atribuye en gran medida el surgimiento de la Ley Williams¹⁰ en 1968, fueron los repetidos intentos hostiles de adquisición por parte de algunos inversionistas, quienes realizaban ofertas en efectivo por las acciones que poseían, amenazando con destruir el valor al obligar a los accionistas a ofrecer acciones en un plazo más corto. Para efectos de mitigar este tipo de comportamientos, se propuso una nueva regulación donde fuera obligatoria la divulgación de toda la información relacionada a las ofertas de adquisición¹¹.

Finalmente, dada la naturaleza de la operación, es posible que su ejecución genere alguna disidencia entre los diferentes sujetos cuyos intereses pueden verse afectados por la misma, lo

⁸ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.4, 15 de julio de 2010.

⁹ Qué es una OPA. <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-515879> (14 de mayo de 2001).

¹⁰ “...regula ciertas localidades y señala otros requisitos esenciales en el proceso de tomas de control y es administrada por la Securities and Exchange Commission y por las Cortes Federales”. Roberta Romano, Una guía para tomas de control: teoría, evidencia, y regulación, Themis 46 Revista de Derecho. Yale Journal of Regulation, 1992. At. 119. «A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation». La publicación se hace bajo expresa autorización de Yale Journal of Regulation y de Roberto Romano. Traducción realizada por Alejandro Manayalle - THEMIS-Revista de Derecho.

¹¹ Williams Act. <https://www.investopedia.com/terms/w/williamsact.asp> (31 de marzo de 2018).

que ocurre aún con más frecuencia en países en los cuales la normatividad no prohíbe en forma alguna las llamadas OPA's hostiles¹², las cuales serán tratadas en capítulos ulteriores.

3 Operaciones de control

Se denomina operación de control¹³ a aquella situación en la cual una persona pretende adquirir acciones con derecho a voto con la finalidad de tomar el control de una compañía¹⁴. En efecto, las operaciones de control resultan de suma trascendencia si se tiene en cuenta que la productividad de los activos de la empresa dependerá en gran medida de quienes la administran, por tanto, cualquier transacción que traslade el control de un grupo de directivos a otro, tendrá importantes efectos sobre la eficiencia de la compañía¹⁵. Visto esto, es necesario distinguir entre dos escenarios distintos a los cuales nos podemos enfrentar, el primero de ellos es aquel en el cual ya existe un accionista controlante y este transfiere dicho control a otro a través de una operación; y el segundo, en el cual la propiedad de la compañía se encuentra dispersa y hay un interés por adquirir las acciones necesarias para obtener el control.

Por lo general, estas operaciones de adquisición mejoran la situación de los accionistas, pues una vez se presenta la oferta que supone una toma de control, la compañía objetivo tiende a cobrar valor respecto de sus acciones. De ahí que, gran parte de la doctrina afirme que *“las empresas que van a ser vendidas estadísticamente experimentan una acogida muy positiva con respecto al precio de sus acciones cuando se anuncia una oferta que implica la toma de*

¹² Como se verá más adelante, en Colombia no se encuentran prohibidas las OPA's hostiles. Sin embargo, estas no son para nada comunes pues, por regla general, las OPA's hostiles no surgen con frecuencia en sistemas cerrados de control, como es el caso.

¹³ “Definimos el control corporativo como los derechos para determinar la administración de los recursos corporativos, es decir, los derechos para contratar, despedir y establecer la compensación de los gerentes de alto nivel”. The Market For Corporate Control: Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, The Scientific Evidence Harvard Business School, Journal of Financial Economics, 1983, At. 5. En Colombia, de manera consistente, el control se define como el sometimiento del poder de decisión de la compañía a la voluntad de otra u otras personas naturales o jurídicas.

¹⁴ Darío Laguado y Tomás Holguín, Anatomy of Corporate Law, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

¹⁵ Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No.136. 10/93, Harvard Law Cambridge, 4. At. 1.

control”¹⁶. Lo anterior, no significa que siempre que se realice una operación de control, necesariamente se trate de la adquisición completa de la compañía o de una fusión¹⁷, por el contrario, existen otros mecanismos, igualmente apropiados para estos efectos, que no implican ninguna de las anteriores, tal podría ser el caso de la OPA, que tendría lugar en el segundo de los escenarios planteados al inicio de este capítulo. Por otra parte, el control de una empresa también puede obtenerse a través de la suscripción y pago de determinada cantidad de acciones con derecho a voto emitidas por esta, en este caso, debido a que la contraprestación por la compra la recibirá la compañía y no sus accionistas, no será necesario lanzar una OPA¹⁸.

Ahora bien, en cuanto a las motivaciones que puede tener el inversionista, -trátese de una persona natural o jurídica- para pretender el control de una compañía, estas pueden ser variadas, a modo de mención, es posible encontrar que el interés responda a cuestiones de estrategia en el mercado, seguridad respecto de la gestión o expectativas sobre la maximización del valor de las acciones, entre otras. Esto último se torna relevante debido a que, en gran medida, de ello dependerá la forma de proceder del adquirente.

¹⁶ Roberta Romano, Una guía para tomas de control: teoría, evidencia, y regulación, Themis 46 Revista de Derecho. Yale Journal of Regulation, 1992. At. 119. «A Guide lo Takeovers: Theory, Evidence and Regulation». La publicación se hace bajo expresa autorización de Yale Journal of Regulation y de Roberto Romana. Traducción realizada por Alejandro Manayalle - THEMIS-Revista de Derecho.

¹⁷ “El control de una empresa también se puede obtener mediante la absorción del accionista controlador directo o indirecto, por vía de una fusión. Una fusión se define como una operación en la que una o más compañías se disuelven, sin liquidarse, con el objetivo de ser absorbidas por otra, o de formar una nueva. La compañía absorbente o la nueva compañía adquiere todos los derechos y obligaciones de las compañías disueltas. Este tipo de fusión activa la obligación de lanzar una oferta pública ex post”. Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

¹⁸ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

Por otra parte, el papel que tenga la regulación sobre tomas de control¹⁹ en cada contexto será diferente, si pensamos en un sistema en el cual predomina la propiedad concentrada²⁰, como es el caso de Colombia, entonces la regulación buscará proteger los intereses de los accionistas minoritarios y en efecto, propenderá por conferirles a estos oportunidades de salida en condiciones que resulten justas²¹. Por el contrario, si nos encontráramos frente a un escenario en el cual la composición accionaria de las sociedades fuera en su mayoría de capital atomizado, como es el caso de Delaware, la regulación sobre tomas de control tendrá por propósito *“facilitar las transferencias de control hacia propietarios y gerentes más productivos y dinamizar el mercado del control corporativo”*²². Por supuesto, estas dinámicas mencionadas responden a problemas de agencia que surgen entre los distintos sujetos involucrados, pero a esto dedicaremos un capítulo completo más adelante.

A propósito de lo anterior, es menester traer a colación un importante debate que se ha dado alrededor de las normas sobre tomas de control; dicho debate surge de enfrentar la llamada “Regla de Mercado” (Market Rule) y la “Regla de Igualdad de Oportunidad” (Equal Opportunity Rule)²³.

¹⁹ “Un artículo reciente de Enriques et al. (2013) impugna esta idea y afirma que el diseño de la regulación sobre transferencias de control debe establecerse a nivel de empresa y que el diseño de la regulación a nivel nacional no es óptimo. Las empresas están mejor posicionadas para decidir qué regla en un menú de reglas es más adecuada para desarrollar una categoría específica de contratos denominada transferencia de control. Afirman que las regulaciones de adquisición no deben obstaculizar ni promover las adquisiciones, sino que deben permitir que las empresas individuales decidan la disputa de su control. Esta idea es nueva y reabre la controversia sobre la regulación óptima de las adquisiciones”. Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2013, 23. At. 88.

²⁰ En cualquier caso, las implicaciones de tener un sistema con propiedad concentrada van mucho más allá, pues en la práctica, la Junta Directiva podrá convertirse únicamente en un instrumento del accionista mayoritario, lo cual representa graves problemas.

²¹ Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

²² Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog Goergen, M., M. Martynova y L. Renneboog, Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe, Oxford Review of Economic Policy, 2005. At. 243.

²³ “La regla de mercado es superior a la regla de igualdad de oportunidades para facilitar transferencias eficientes: mientras que ambas reglas fallan facilitando todas estas transferencias, la regla de mercado permite que ocurra una gama más amplia de transferencias eficientes. Sin embargo, la regla del mercado es inferior a la regla de igualdad de oportunidades para desalentar transferencias ineficientes: tales transferencias pueden ocurrir

Antes de adentrarnos en esta discusión, conviene ilustrar de manera breve el contexto en el cual surgen las mencionadas figuras.

Como hemos dicho, en aquellas situaciones en las cuales, o bien existe un control anterior que ya se encontraba en cabeza de alguien, o por el contrario, el capital de la compañía se encuentra fragmentado, puede surgir un interés por parte de un tercero en adquirir el control de la empresa. En estos casos, puede que los accionistas minoritarios hagan parte o no de dicha operación²⁴, lo cual dependerá de la normatividad existente. Es en este punto entonces, donde toma relevancia el régimen que se adopte en el lugar donde está llamada a perfeccionarse la operación, pues los accionistas minoritarios podrán o no tener algún derecho en relación con la venta de control.

El primer supuesto, aquel en el cual los accionistas tienen derechos respecto de la operación, se da bajo los preceptos de la Regla de Igualdad de Oportunidad o Equal Opportunity Rule. Según la EOR (por sus siglas en inglés) siempre que existe una oferta obligatoria, el adquirente de una participación de control en una compañía que cotiza en bolsa, tendrá que ofrecer a los accionistas restantes, la compra de sus participaciones minoritarias a un precio igual al pago recibido por el controlador²⁵, en otras palabras, deberá lanzar una OPA. En este sentido, para que resulte aplicable la EOR, es necesario definir un porcentaje sobre el total de los derechos de voto, a partir del cual el potencial adquirente deberá cumplir con este requisito. A saber, la mayoría de países optaron por fijar el 30% de los derechos de voto de la compañía²⁶²⁷ y reconocidos estudiosos en la materia afirman que *“El análisis de las diferentes regulaciones*

bajo la regla de mercado pero no bajo la regla de igualdad de oportunidades”. Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No.136. 10/93, Harvard Law Cambridge, 4. At. 1.

²⁴ Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No.136. 10/93, Harvard Law Cambridge, 4. At. 1.

²⁵ Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2013, 89. At.88.

²⁶ Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2013, 23. At.88.

²⁷ En Colombia, el umbral establecido es el 25% de los derechos de voto de la compañía.

del mundo permite colegir que la tendencia es convergente hacia la EOR. Con diferencias en los umbrales que activan el requisito de la OPA, esta evidencia también ha sido mencionada recientemente por Hubert de la Bruslerie.”²⁸

En efecto, esta corriente ha tenido acogida en lugares como la Unión Europea²⁹, Australia, México, Brasil, China, Colombia, y Perú, entre muchos otros, con la mencionada variante del umbral adoptado.

Ahora bien, cuando los accionistas minoritarios no tienen derechos en relación con la operación, nos encontramos en un escenario distinto, cual es el de la Regla de Mercado o Market Rule. De acuerdo con la MR (por sus siglas en inglés), las transferencias de control pueden realizarse a través de operaciones privadas y por ende, no se requerirá del lanzamiento de una OPA³⁰. En efecto, el controlador tendrá la máxima libertad para vender un bloque de control al adquirente que ofrezca un precio aceptable³¹. En cuanto a este precio, hay quienes sostienen que debe ser suficiente en términos que incluya los llamados “beneficios privados del control”³², expresión que ha sido acuñada en la literatura³³ para referirse a “...*la desviación de valor desde los accionistas minoritarios hacia los controladores, por ejemplo, mediante el*

²⁸ Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

²⁹ “En la Unión Europea la Directive 2004/25/EC on Takeover Bids creó un cuerpo unificado que establece la Mandatory Bid Rule en los países miembros, cuando, mediante la adquisición de un paquete accionario, se traspasa cierto umbral que se supone otorga el control”. Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

³⁰ Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

³¹ Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2013, 89. At.88.

³² Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No.136. 10/93, Harvard Law Cambridge, 4. At. 1.

³³ “La importancia de los beneficios privados del control (BPC) en la modelación de las transferencias del control corporativo ha sido enfatizada en la literatura primeramente por Grossman y Hart (1980, 1988), Bradley (1980), Harris y Raviv (1988), Shleifer y Vishny (1986), y más recientemente por Kahan (1993), Bebchuk (1994), Chowdhry y Jedadeesh (1994),Burkart et al (1998, 2000), y Burkart y Gromb (2014), entre otros.” Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

self-dealing (transacciones con personas o empresas relacionadas), el desvío de oportunidades corporativas a otros negocios del controlador, aunque también existen otro tipo de beneficios no pecuniarios que no dañan a los accionistas minoritarios, como los provenientes de sinergias o los beneficios psíquicos y el estatus social que resultan del control”. Sin embargo, es precisamente con el ánimo de mitigar este tipo de conductas, que se busca regular los distintos contextos donde pueden sobrevenir y a nivel general, que se promueven políticas de buen gobierno³⁴.

Por su parte, la MR es acogida en lugares como Estados Unidos -a excepción de algunos estados como Pensilvania, Maine y Dakota del Sur-, Corea del Sur y Panamá, entre otros³⁵.

Acercas de cuál de los dos regímenes debería ser aplicado, se ha visto que tanto uno como otro presentan ventajas y desventajas dependiendo del contexto en el cual vaya a darse la transacción, por ende ha sido difícil establecer una regla general y definir con certeza qué corriente genera mayor eficiencia.

En este mismo contexto, se han desplegado profundas discusiones acerca del valor de controlar un negocio, pues no es poca la importancia que ello tiene en términos prácticos. En efecto, el alcance de este tema frente a la cotización de acciones y las primas que se pagan en las adquisiciones, es bastante amplio. Esto se debe a que no es del todo claro cuál es la forma en la cual se mide dicho valor ni cuál debe ser el precio justo en las transacciones³⁶, sin perjuicio de que su existencia sea un hecho y así se materialice en las denominadas “primas de control”.

³⁴ Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

³⁵ “Una comparación geográfica muestra que el principio EOR es ahora dominante en muchos países del mundo como en Australia, Hong Kong, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Japón y, en cierta medida, en Canadá (al menos si el licitador paga una prima superior al 15% sobre el precio de mercado)”. Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2013, 89. At.88.

³⁶ Aswath Damodaran, The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials, NYU Journal of Law & Business, 2012. At. 487.

Precisamente, las primas de control representan la cantidad de dinero que un potencial adquirente está dispuesto a pagar sobre el precio de mercado de una compañía que cotiza en bolsa, para adquirir una participación de control en esa compañía³⁷. En el caso de las OPA's, la prima de control puede funcionar como un incentivo para que los accionistas minoritarios accedan a vender sus acciones y la operación no fracase, pues se estará aumentando el valor por el cual cada acción se encuentra cotizando en el mercado del momento.

Sobre esto, el profesor de finanzas en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York y además reconocido autor de varios textos académicos, Aswath Damodaran, ha reconocido que *“El valor esperado de control es el producto de dos variables: el cambio en el valor al alterar la forma en que opera una empresa y la probabilidad de que ocurra este cambio.”*³⁸

Damodaran explica que, el valor de una empresa está determinado por la forma en la cual es administrada por sus gerentes, en este sentido, si una compañía se encuentra dirigida por gerentes incompetentes, el valor de esta será mucho menor que si tuviera gerentes competentes.

*“En consecuencia, cuando valoramos un negocio, hacemos suposiciones implícitas o explícitas sobre quién dirigirá ese negocio y cómo lo hará...Al valorar una empresa existente, privada o pública, donde ya existe una administración, nos enfrentamos a una elección. Podemos valorar a la compañía según la dirección de los gerentes titulares y derivar lo que podemos llamar un valor de status quo. También podemos revalorizar a la compañía con un hipotético equipo de administración "óptimo" y estimar un valor óptimo. La diferencia entre el status quo y los valores óptimos puede considerarse el valor de controlar el negocio.”*³⁹

³⁷ Definición prima de control. <https://www.encyclopediainanciera.com/definicion-prima-de-control.html> (30 de enero de 2017).

³⁸ Aswath Damodaran, The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials, NYU Journal of Law & Business, 2012. At. 487.

³⁹ Aswath Damodaran, The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials, NYU Journal of Law & Business, 2012. At. 487.

Esto conlleva necesariamente a cuestionarse la forma en la cual va a determinarse si una buena gestión optimizará las condiciones de la compañía, lo cual dependerá de cada caso en específico. No obstante, dentro de los factores que posiblemente determinarán esta respuesta suelen analizarse, la posibilidad de aumentar ingresos a través de una administración eficiente de los bienes existentes, reducción de costos, aumento o disminución de la tasa de reinversión⁴⁰, entre otros.

Finalmente, otra vía por la cual puede llevarse a cabo una operación de control, es a través de la compra de acciones en el mercado. Visto de forma bastante general, el mercado de valores, es el escenario en el cual se negocian títulos representativos de los activos financieros de las empresas, es decir, valores tales como acciones o bonos⁴¹. En este tipo de mercado se negocia sobre la renta variable y la renta fija por medio de la compraventa de dichos valores negociables. De esta forma, cuando una persona invierte en el mercado de valores, espera obtener un rendimiento, ya sea por vía de los dividendos, o simplemente por la diferencia entre el precio de venta y de compra del título.

En relación con el precio de las acciones de las empresas listadas en bolsa, este responderá a la oferta y a la demanda, lo que a su vez dependerá de la información disponible sobre las empresas emisoras, que siempre será (al menos en teoría) de carácter público. Sobre esto debe anotarse que, cuando las acciones de la compañía objetivo se negocian en un mercado público de valores, la OPA representa grandes ventajas, pues por lo general, una vez se informa de la transacción a la autoridad competente, se suspende la libre negociación de las acciones y de esta forma se evita la reacción del mercado.

⁴⁰ Aswath Damodaran, The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials, NYU Journal of Law & Business, 2012. At. 487.

⁴¹ Mercado de valores: Definición, características e importancia. <https://economiacom.com/mercado-de-valores/> (23 de Julio de 2019).

Son varias las propiedades que se atribuyen al mercado de valores, pues no solo contribuye a la circulación de capitales, sino que adicionalmente, favorece la transparencia en los procesos de compra y venta de los valores. A modo de ejemplo, en mercados como el de Estados Unidos, donde un número importante de sociedades se encuentran inscritas en bolsa, la toma de decisiones de los accionistas resulta mucho más fácil, pues aplica la hipótesis del mercado eficiente⁴², de tal forma que será el mismo mercado el que revele la rentabilidad de la compañía.

En el marco de las operaciones que se realizan sobre una compañía que cotiza en bolsa, es necesario tener en cuenta que, por regla general, la adquisición de acciones solo puede realizarse a través de la bolsa de valores, y, aunque los compromisos con los accionistas sean bastante comunes, estos no transfieren efectivamente el título de las acciones⁴³. De hecho, existen regulaciones bajo las cuales este tipo de transacciones previamente acordadas, resultan contrarias a las normas sobre valores, ya que no responden a transacciones de mercado abierto sino a negociaciones directas entre las partes⁴⁴.

4 Tipos de OPA

4.1 Obligatoria

Debido a que este tipo de OPA es la que se trata a lo largo del trabajo, no conviene extenderse de forma innecesaria en el presente título. Basta con decir que será obligatoria en aquellos casos en los cuales, dados unos supuestos de hecho, surge en cabeza del adquirente la obligación de lanzar una OPA por el total de las acciones. Como hemos visto, lo que se pretende

⁴² “De acuerdo a la hipótesis de los mercados eficientes las acciones siempre se tranzan en su valor justo, haciendo imposible que los inversionistas compren acciones subvaloradas o vendan acciones con precios inflados, por lo que sería imposible ganarle al mercado a través de alguna estrategia de selección de acciones como el análisis técnico, y la única forma de en la que un inversionista puede obtener mayores rendimientos es mediante la compra de las acciones que presenten un mayor nivel de riesgo”. Teoría de los Mercados Eficientes. <http://www.escueladeinversion.cl/teoria-de-los-mercados-eficientes/> (n.d.).

⁴³Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

⁴⁴Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

con esta figura es proteger a los accionistas minoritarios y, si bien los supuestos de hecho variarán de acuerdo a la legislación, es común imponer un umbral máximo de acciones que podrán adquirirse sin necesidad de lanzar una OPA y por ende, por encima del cual será necesaria su ejecución. Otro supuesto que es común encontrar en distintas legislaciones es el de la exclusión bursátil, en este caso también deberá hacerse una OPA. Finalmente, un supuesto menos común en el cual se hace necesario el lanzamiento de la OPA en algunos lugares del mundo, es cuando se va a reducir el capital de la compañía, pues es una decisión que claramente resulta significativa para todos los accionistas.

Frente a esto es importante agregar que si bien estas normas están previstas para determinados fines, en la práctica es común que los inversionistas organicen estrategias de adquisición en aras de no tener que lanzar una OPA, lo cual genera que en muchos lugares del mundo estas no sean frecuentes sino al contrario, bastante escasas.

4.2 Voluntaria

En contraposición a la OPA obligatoria, la voluntaria es aquella que se hace por la libre decisión del adquirente y en la cual este establece las condiciones que a su discreción parezcan convenientes, de tal forma que podrá imponer determinados límites o estipulaciones necesarias para que la oferta se haga efectiva, lo cual en el caso de las OPA's obligatorias, no sería posible.

4.3 Competidora

Una OPA competidora es aquella que se formula sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición⁴⁵⁴⁶, tiene lugar cuando se ha presentado otra OPA

⁴⁵ Tipos de OPAS. <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx> (n.d.)

⁴⁶ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.14, 15 de julio de 2010.

cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado. Quien formula la OPA competidora debe ser una persona distinta al oferente precedente y esta deberá representar una mejoría en las condiciones respecto de la oferta inicial⁴⁷, por lo general, no puede realizarse por un número de valores y un precio inferior al de la oferta precedente. Si bien es común que las legislaciones establezcan unos requisitos específicos adicionales para las ofertas competidoras, estas deben surtir el procedimiento de autorización previsto en cada legislación para las OPA's en general.

En Colombia, además de los condiciones que ya se mencionaron, deberá cumplirse entre otros requisitos los siguientes: el primer aviso de la oferta competidora deberá ser publicado a más tardar dos (2) días hábiles antes del vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones de la oferta precedente⁴⁸ y; tanto el precio de la contraprestación ofrecida como el número de valores que se pretende adquirir deberá ser superior en al menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta precedente.

4.4 Amistosa

Las OPA's amistosas son aquellas que se presentan tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el consejo de administración de la sociedad objetivo⁴⁹. Este tipo de OPA se contrapone a la OPA hostil, y en la mayoría de jurisdicciones

⁴⁷ En Colombia “se entiende que la oferta competidora es mejor que la oferta precedente cuando: a. El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta precedente; b. El número de valores que se pretende adquirir sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) con respecto al de aquella; c. Siendo el precio de la contraprestación ofrecida y el número de valores que se pretende adquirir igual a los de la oferta precedente, el número mínimo de valores a que se condiciona la oferta sea inferior al de la oferta precedente”. Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.14, 15 de julio de 2010.

⁴⁸ “El plazo para la recepción de aceptaciones de la oferta competidora empieza a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación del primer aviso.” Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.14, 15 de julio de 2010.

⁴⁹ Tipos de OPAS. <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx> (n.d.)

son más comunes que las segundas, pues suelen hacerse con el consentimiento de la junta directiva.

4.5 Hostil

A diferencia de la oferta amistosa, una OPA hostil es aquella que se produce sin el consentimiento de la administración o junta directiva de la compañía objetivo. Ahora, ello no significa que la oferta no represente un posible interés para los accionistas.

En Colombia, la administración o junta directiva de la compañía objetivo en realidad no tiene mayor injerencia, pues la negociación de acciones depende únicamente de los accionistas, lo cual termina generando que la distinción tradicional entre ofertas hostiles y las ofertas recomendadas no sea aplicable⁵⁰. Lo anterior, sin perjuicio de que las ofertas hostiles no se encuentren prohibidas.

Ahora bien, algunos afirman que las ofertas que se dan sin el acuerdo previo de los accionistas de la compañía objetivo son poco comunes por las siguientes razones: un postor que no haya llegado a un acuerdo con el accionista controlador no tendrá acceso a información que no sea de dominio público y; un accionista no puede ser obligado a vender sus acciones, y simplemente puede abstenerse de aceptar una oferta pública⁵¹.

5 Reglas de tomas de control. Tipos de sistemas

En relación con las operaciones de control, cada jurisdicción puede optar por acoger ya sea una regulación específica para estas situaciones, o simplemente hacer uso de modelos generales de conducta que deben seguir los agentes que intervienen en el contexto corporativo⁵².

⁵⁰ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

⁵¹ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

⁵² Darío Laguado y Tomás Holguín, Anatomy of Corporate Law, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

En el primer caso, es decir, cuando existen normas especiales que regulan las tomas de control, lo que se pretende es intervenir en algunos problemas de agencia y coordinación que surgen fundamentalmente al interior de la sociedad objetivo. Esto se logra a través de diferentes vías pero a nivel general se busca que, tanto los sujetos dentro de la compañía objetivo cuyos intereses puedan verse afectados, como también los de la compañía adquirente, se encuentren completamente informados de la transacción y de todas sus condiciones. Para estos efectos y como es común, la misma regulación establece obligaciones de divulgación, como también vías para que ello se ejecute de forma estricta. En adición a lo anterior, puede que también disponga de una autoridad que se encargue de velar por el cumplimiento de deberes y asimismo de autorizar las transacciones. Ordenamientos como el colombiano, el europeo y el brasilero, se acomodan a esta clase de sistema⁵³.

Naturalmente, es probable que dependiendo de la posición de los sujetos que se ven involucrados en este tipo de operaciones, unos cuenten con mayor información o con información más privilegiada que otros, lo cual termina generando un escenario complejo. Esto se agudiza aún más, si los intereses de algunos agentes se contraponen a los de otros, pues ciertamente aquellos que cuentan con mayor o mejor información, tendrán una ventaja sobre aquellos que no lo hacen, y en este sentido se producirá una asimetría de la información⁵⁴, de la cual se tenderá a sacar provecho manipulando o distorsionando la toma de decisiones de otros sujetos⁵⁵.

Ahora bien, aunque contar con una regulación específica para este tipo de transacciones ha tenido gran acogida en diferentes lugares del mundo, es común que a través de esta solo se

⁵³Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

⁵⁴ Darío Laguado y Tomás Holguín, Anatomy of Corporate Law, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

⁵⁵Jeannette Forigua Rojas. Ofertas públicas de adquisición de valores: El nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia, Revista de Derecho Privado, Mayo de 2008, At. 2.

regulen ciertas relaciones. Para esclarecer lo anterior, basta con observar que, por lo general, las problemáticas que puedan surgir entre administradores y accionistas⁵⁶ del potencial adquirente, continúan rigiéndose por preceptos del derecho de sociedades⁵⁷, sin que haya obligaciones especiales para ninguna de las partes en estos escenarios. Sin perjuicio de ello, la rigurosidad en aspectos como los deberes fiduciarios y las vías procesales para perseguir la responsabilidad de los administradores, puede resultar idónea para resolver este tipo de asuntos.

El segundo modelo de sistema en relación con las operaciones de control, es aquel que venía operando de manera preponderante antes de que estas tuvieran un crecimiento tan importante⁵⁸ y su moderación fuera necesaria. En esta forma de organización, continúan aplicando estándares de conducta generales para las partes que concurren en el desarrollo de las compañías, y en las operaciones anexas a esta. Este modelo es acogido en jurisdicciones como la de Delaware.

De cualquier modo, un control especial frente a transacciones que advierten alteraciones en el patrimonio de tantos agentes, contribuye a prevenir situaciones indeseables en cualquier tipo de estructura.

6 Regulación en Colombia

Actualmente, las OPA's en Colombia, se encuentran reguladas principalmente por el Decreto 2555 de 2010 y la Ley 964 de 2005. El mencionado decreto, -que a través de su artículo

⁵⁶ Los problemas de agencia entre accionistas y administradores son más comunes en sistemas en los cuales hay una estructura atomizada del capital, pues cuando la estructura es cerrada, los problemas de agencia suelen darse entre el accionista mayoritario y los accionistas minoritarios.

⁵⁷ Darío Laguado y Tomás Holguín, *Anatomy of Corporate Law*, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

⁵⁸ “The Colombian M&A market has recently experienced significant growth, with foreign direct investment reaching US\$18 billion in 2013 (up from less than half of that in 2007). M&A activity has traditionally been dominated by private transactions, as only a handful of transactions involve listed companies and public tender offers (in the last two years only ten public tender offers took place). However, transactions involving public companies tend to be larger and more visible than even the largest private deals.” Jaime Trujillo Caicedo, *Public mergers and acquisitions in Colombia*, *Practical Law*, agosto de 2014. At. 1.

6.15.2.1.1 derogó la Resolución 400 de 1995- recoge y reexpide las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores⁵⁹. Por su parte, la Ley 964 de 2005 establece las normas generales, objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores⁶⁰. Para efectos de este estudio, uno de los aspectos más relevantes que trajo consigo la Ley 964 de 2005, fue delegar capacidad regulatoria y de supervisión en materias del mercado de valores colombiano, a la Superintendencia de Industria y Comercio. Asimismo, esta entidad cuenta con el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV -, a través del cual, se busca controlar y facilitar el suministro de información al mercado⁶¹.

Por otra parte, cuando se pretende obtener el control de la empresa objetivo, será necesario considerar el Decreto 2153 de 1992 y las leyes 155 de 1959 y 1340 de 2009, pues dependiendo del caso particular, podrá requerirse una autorización adicional por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio para la ejecución de la operación.

6.1 Obligatoriedad de adquirir a través de una OPA

Ahora bien, como se había anticipado en capítulos anteriores, en Colombia, siempre que una persona -o varias, si conforman un mismo beneficiario real⁶²-, pretendan adquirir una

⁵⁹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.1, 15 de julio de 2010.

⁶⁰ Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45963.

⁶¹ Simev Sistema Integral de Información del Mercado de Valores <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/61086> (3 de septiembre de 2018).

⁶² Para efectos de comprender en su totalidad la figura de beneficiario real, basta con traer la definición del Artículo 6.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010: “Se entiende por beneficiario real cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder

participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, deberá hacerlo a través de una oferta pública de adquisición⁶³.

De la misma manera deberá proceder quien, siendo beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad, pretenda incrementar su participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%)⁶⁴.

Para estos efectos y por la misma relevancia del elemento “capital con derecho a voto” en ambos supuestos, la norma establece lo que debe entenderse como tal en los siguientes términos: *“se entiende por capital con derecho a voto 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.”*⁶⁵

Asimismo, la norma establece la forma en la cual deben determinarse los porcentajes señalados, de tal suerte que, deberá incluirse el total de acciones con derecho a voto a las cuales tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en acciones con derecho a voto en

de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción.

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

Igualmente, constituyen un mismo beneficiario real las sociedades matrices y sus subordinadas. Parágrafo. Una persona o grupo de personas se considera beneficiaria real de una acción si tiene derecho para hacerse a su propiedad con ocasión del ejercicio de un derecho proveniente de una garantía o de un pacto de recompra o de un negocio fiduciario o cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos.”

⁶³ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.1, 15 de julio de 2010.

⁶⁴ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.1, 15 de julio de 2010.

⁶⁵ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.1, 15 de julio de 2010.

ese momento. En este sentido, la oferta pública de adquisición tendrá como destinatarios y deberá dirigirse a todos los titulares de dichos valores⁶⁶.

Adicionalmente, otro escenario en el cual será obligatorio el lanzamiento de una OPA y que, al no ser tan común en otras legislaciones, resulta más característico de la normatividad colombiana, se da con la cancelación de la inscripción de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE - y en bolsa de valores.

A saber, el RNVE es uno de los registros que componen el SIMEV⁶⁷ y su principal finalidad es por un lado, inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y por otro, certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores⁶⁸. Entre otros factores, la importancia del RNVE recae en que, todas las entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación, deberán encontrarse inscritas en el mismo⁶⁹.

Ahora bien, es posible que un emisor que tenga sus acciones inscritas en bolsa de valores decida cancelar dicha inscripción, lo cual tendrá varias implicaciones. En primer lugar, dicha decisión, deberá ser tomada por la asamblea general de accionistas, por mayoría de los votos presentes en la respectiva reunión. Una vez esto se cumpla, será necesario que los accionistas que aprobaron la cancelación, promuevan una OPA sobre las acciones de propiedad de los accionistas ausentes o disidentes de dicha reunión, o sus causahabientes, y sobre los bonos

⁶⁶ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.4, 15 de julio de 2010.

⁶⁷ “El SIMEV está compuesto por el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE -, el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores –RNAMEV- y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores – RNPMV- Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.1.1.1.2, 15 de julio de 2010.

⁶⁸ Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/80102> (07 de noviembre de 2018)

⁶⁹ Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/80102> (07 de noviembre de 2018)

convertibles en acciones en circulación de la sociedad⁷⁰. Bajo este escenario, el precio de la OPA deberá ser determinado por una entidad evaluadora independiente, la cual será aprobada previamente por la Superintendencia Financiera de Colombia⁷¹.

En este caso, la regulación establece un término de tres (3) meses, contados a partir de la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de cancelación, para que se presente la OPA. Si ello no llegare a ocurrir dentro de dicho término, la decisión tomada por la asamblea general de accionistas quedará sin efectos⁷².

La excepción que trae la norma frente a la obligatoriedad de lanzar una OPA en este supuesto, se da con la cancelación de la inscripción de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de un emisor extranjero en el RNVE y en una bolsa de valores. Para ello, se han previsto otras condiciones especiales dentro de las cuales se encuentran la autorización⁷³ de la cancelación por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, lo cual será divulgado por el emisor al público local, con la periodicidad y contenido que defina esta entidad; y la obligación de mantener la inscripción vigente en el RNVE y la bolsa de valores o en el sistema de negociación de valores colombiano, por lo menos, durante los seis (6) meses siguientes a la fecha en que suceda la referida divulgación.⁷⁴

⁷⁰ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷¹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.4, 15 de julio de 2010.

⁷² Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷³ Como requisito para esta autorización, el emisor deberá comprometerse a mantener al menos por seis (6) meses adicionales a aquellos en los cuales se debe mantener la inscripción vigente en el RNVE, un mecanismo que permita a los inversionistas locales enajenar sus valores en la bolsa de valores o sistema de negociación de valores internacionalmente reconocido en el cual se encuentre listado. Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷⁴ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

Para finalizar las aclaraciones sobre la OPA en el contexto de la cancelación de la inscripción de acciones inscritas en el RNVE y en bolsa de valores, diremos que, en todo lo demás, deberá darse cumplimiento, a lo establecido en las normas generales sobre ofertas públicas de adquisición⁷⁵.

Como se ha visto entonces, Colombia cuenta con un régimen obligatorio de ofertas públicas de adquisición y en todo caso, estas serán irrevocables, sin que sea posible su modificación, desistimiento o cesación de efectos, salvo en los casos que veremos más adelante⁷⁶. Es decir, en Colombia se ha adoptado por vía legislativa y a través de normas especiales la EOR.

No obstante, se han previsto algunos supuestos en los cuales no es necesario realizar una OPA. El primero de ellos, se da cuando ha existido aceptación expresa y por escrito del cien por ciento (100%) de los tenedores del capital con derecho a voto de la sociedad objetivo, pues la operación será llevada a cabo directamente entre el adquirente(s) y enajenante(s)⁷⁷; la segunda excepción, se da cuando la calidad de beneficiario real se ha obtenido mediante la participación en una oferta resultado de un proceso de privatización⁷⁸⁷⁹. Sobre este respecto, basta mencionar que, en Colombia, la enajenación total o parcial a favor de particulares de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de propiedad del Estado, tiene una regulación especial y en cualquier caso, debe surtirse con base en el principio de democratización, con el cual, se busca que todas las personas naturales o jurídicas, tengan

⁷⁵ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 5.2.6.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷⁶ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.5, 15 de julio de 2010.

⁷⁷ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷⁸ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.2, 15 de julio de 2010.

⁷⁹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.2, 15 de julio de 2010.

acceso a la propiedad accionaria que el Estado enajene⁸⁰. Dentro de los supuestos en los cuales no es necesario lanzar una OPA también se encuentra la readquisición de acciones propias por parte de la sociedad, la emisión de capital con derecho a voto o la capitalización de acreencias por parte de la misma⁸¹. Finalmente, la norma establece una lista de actos en virtud de los cuales es posible convertirse en beneficiario real del capital con derecho a voto de una sociedad, sin que sea obligatorio realizar una OPA, algunos de estos son la donación, la adjudicación por orden judicial, la adjudicación por liquidación de persona jurídica, y la adjudicación por liquidación de sociedad conyugal, entre otros⁸².

6.2 Procedimiento en la práctica

De conformidad con el Decreto 2555 de 2010, la Ley 964 de 2005 y el Decreto 4327 del mismo año, la Superintendencia Financiera de Colombia, es la entidad llamada a autorizar las ofertas públicas de adquisición, de tal suerte que, de forma previa a su realización, el oferente deberá solicitar dicha autorización en los términos establecidos en el artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555. Una vez se haya realizado este trámite con el lleno de los requisitos y documentos exigidos por la norma, la Superintendencia Financiera comunicará tal hecho a la bolsa de valores para que suspenda la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta. Esta suspensión quedará sin efecto el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta. Asimismo, la entidad tendrá un plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha de radicación de los documentos, para realizar las observaciones que considere pertinentes.

⁸⁰ Ley 226 de 1995. Por la cual se desarrolla el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, se toman medidas para su democratización y se dictan otras disposiciones. 20 de diciembre de 1995. D.O. No. 42159.

⁸¹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.2, 15 de julio de 2010.

⁸² Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.2, 15 de julio de 2010.

Vencido este plazo, deberá publicarse el aviso de la oferta dentro de los siguientes cinco (5) días, siempre y cuando no se hubieren formulado objeciones. Si se hubieren formulado objeciones, el término para la publicación del aviso se contará a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su conformidad con la información, datos y aclaraciones que al respecto haya solicitado⁸³.

Es necesario considerar que, una vez realizada la OPA y durante el tiempo que esta se encuentre vigente “(...) el oferente no podrá adquirir valores que conformen el capital con derecho a voto de la sociedad objetivo, a través de transacciones privadas o en bolsas de valores nacionales o extranjeras”⁸⁴.

Otra condición que deberá cumplir el oferente con anterioridad a la formulación de la oferta, será, acreditar ante la bolsa de valores la constitución de la garantía que respalde el cumplimiento de las obligaciones resultantes de esta, para que posteriormente, dicha entidad haga “pública la acreditación de las garantías e informe a la Superintendencia Financiera de Colombia en el momento de su constitución”⁸⁵.

6.3 Publicidad de la OPA

Ahora bien, como se ha estudiado hasta ahora, uno de los principales objetivos de la OPA es, divulgar y dar la mayor publicidad posible a la operación pretendida, esto a su vez, con el fin de que todos los interesados se encuentren en igualdad de condiciones para concurrir, o estar informados de aquella. Precisamente en aras de fomentar lo anterior, en el contexto

⁸³ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.6, 15 de julio de 2010.

⁸⁴ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.11, 15 de julio de 2010.

⁸⁵ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.11, 15 de julio de 2010.

nacional, se ha impuesto en cabeza del oferente, la obligación de publicar el aviso de la OPA en un diario de amplia circulación nacional. Dicho proceso, deberá darse por lo menos tres (3) veces, con intervalos no mayores a cinco (5) días. Asimismo, el aviso deberá ser publicado de forma diaria en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta la fecha en la cual finalice la etapa de recepción de aceptaciones⁸⁶.

6.4 Aceptación de la OPA

Por su parte, la compañía objetivo tendrá la posibilidad de aceptar la oferta durante el término que el oferente señale, sin que este pueda ser inferior a diez (10) días hábiles, ni superior a treinta (30) días hábiles, a partir de la fecha en la cual se inicie el plazo para la recepción de las aceptaciones. En cualquier caso, y habiendo informado en forma previa a la Superintendencia Financiera de Colombia, el oferente podrá prorrogar el plazo inicialmente impuesto sin que la suma de ambos superen los treinta (30) días hábiles, y siempre y cuando se haga una sola vez con una antelación de al menos tres (3) días hábiles al vencimiento del plazo inicial⁸⁷. En este punto debe añadirse que, la normatividad nacional⁸⁸ prohíbe en forma expresa que las aceptaciones se sometan a cualquier tipo de condición, la única excepción a ello se encuentra consagrada en el mismo artículo Artículo 6.15.2.1.17 del Decreto 2555 y es en los casos en que se da aplicación a la modalidad “Todo o Nada”⁸⁹.

⁸⁶ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.7, 15 de julio de 2010.

⁸⁷ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.7, 15 de julio de 2010.

⁸⁸ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.17, 15 de julio de 2010.

⁸⁹ “La modalidad “Todo o Nada” significa que solamente en caso de que sea posible adjudicar la totalidad de los valores objeto de la aceptación, el aceptante está dispuesto a efectuar la enajenación”. Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.17, 15 de julio de 2010.

6.5 Acceso a la información

Antes de continuar analizando los puntos más relevantes de la regulación de las OPA's en nuestra legislación, es menester hacer referencia a algunos trámites previos a estas, con el fin de conocer de manera muy general, la forma en la cual opera en la práctica el acceso a determinada información en el marco de estas operaciones.

Actualmente, uno de los procesos más típicos en todas las jurisdicciones en contextos en los cuales una compañía está interesada en adquirir o invertir en otra, es el comúnmente denominado “Due Diligence” o “Debida Diligencia”. A través de este, el potencial comprador, busca conocer toda la información de carácter legal, administrativo, y financiero, entre muchos otros, de la empresa o compañía objetivo, para efectos de advertir los riesgos del negocio e indagar sobre algunos aspectos que podrían desconocerse antes del mismo. En este sentido, la figura del Due Diligence, consiste en dar curso a una investigación y conocer en detalle el estado de la compañía objetivo a través del acceso a la información relacionada con el negocio. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que el vendedor estará presente a lo largo del proceso y será este quien asuma la obligación de proporcionar la información de forma oportuna y con toda la lealtad necesaria⁹⁰. Sobre esto último, debe anotarse que la buena fe, constituye un factor fundamental en el desarrollo del proceso, pues el ocultamiento o alteración de la información proporcionada, podrá acarrear nefastas consecuencias para la parte infractora y para el negocio.

Por regla general, y dadas las mismas características de esta práctica, las partes firmarán un acuerdo de confidencialidad, con base en el cual, de no llevarse a cabo el negocio, el potencial adquirente no podrá hacer uso de la información que conoció en virtud del proceso de Due Diligence.

⁹⁰ ¿Qué es y para qué sirve una Due Diligence? <https://delvy.es/que-es-una-due-diligence/> (28 de mayo de 2019).

Sin perjuicio de lo anterior, en la actualidad es posible encontrar vendedores que requieran hacer procesos de Due Diligence en sus propias compañías con la intención de ofrecerle el mismo a potenciales compradores⁹¹⁹².

Al respecto de este asunto, parece importante anotar que el éxito del procedimiento de Due Diligence dependerá en gran medida de la posición de la administración de la compañía objetivo frente a la operación, pues por lo general, el potencial adquirente se servirá de esta para el acceso a la información en el marco de la diligencia⁹³.

Por otra parte, la regulación colombiana impone a las empresas listadas en bolsa la obligación de proporcionar al mercado, cierto tipo de información. Dicha información, en comparación con lo visto anteriormente, podrá ser conocida por cualquier persona, y en efecto, será de dominio público⁹⁴. En este sentido, dichas compañías deberán suministrar dos clases de información a través de la Superintendencia Financiera de Colombia y de la misma Bolsa de Valores:

“Información general o periódica. Esto se compone de información anual y trimestral. La información anual debe contener, como mínimo, la información que una empresa debe proporcionar a sus accionistas en la reunión anual (informes financieros, informes de gestión y auditor, dividendos propuestos, entre otros asuntos). La información trimestral se compone principalmente de estados financieros.

Información especial o "material". Esto se compone de todos los hechos y eventos relacionados con la compañía listada, su negocio, sus activos o las acciones que una persona

⁹¹Due Diligence. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/finance/servicios/141113-crc-FAS-DebidaDiligencia.pdf> (2014).

⁹² “Cada vez más, gracias en parte a una mayor consolidación de la práctica de capital privado y junto con el crecimiento de una masa crítica importante de sociedades en las que los inversores han cubierto su ciclo natural de permanencia, se produce la circunstancia en la que es el vendedor el que solicita a sus asesores la elaboración de un informe de due diligence” Due Diligence. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/finance/servicios/141113-crc-FAS-DebidaDiligencia.pdf> (2014).

⁹³ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

⁹⁴ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

experta hubiera considerado al decidir comprar, vender o mantener sus acciones en la compañía objetivo o que una persona experta habría considerado al decidir cómo votar tales acciones. Este tipo de información debe ser divulgada al mercado tan pronto como sea posible después de que la compañía lo sepa.”⁹⁵

6.6 Fusiones y OPA’s

Otro tema que concierne abarcar en el presente capítulo, es aquel relacionado con el papel que juegan las OPA’s en los procesos de fusión. Alrededor de esto, ha habido gran debate y, dadas las particularidades de la fusión frente a otras operaciones, es en efecto un asunto que puede generar dudas en lo relativo a la obligatoriedad de las OPA’s en jurisdicciones que siguen esta corriente.

Pues bien, en Colombia, el Decreto 2555 ha regulado de forma clara la materia, de tal suerte que, siempre que como consecuencia de una fusión, un mismo beneficiario real haya adquirido una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto, o quien siendo beneficiario real de dicho porcentaje, lo haya incrementado en uno superior al cinco por ciento (5%), el adquirente deberá promover una OPA⁹⁶. No obstante, el proceso variará en algunos detalles en relación con el ordinario. En este caso, el adquirente deberá formular la OPA dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se haya perfeccionado la fusión, por una cantidad de valores igual a la adquirida en dicha transacción⁹⁷. Ello deberá hacerse, sin perjuicio de que las compañías implicadas en la fusión

⁹⁵ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

⁹⁶ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.22, 15 de julio de 2010.

⁹⁷ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.22, 15 de julio de 2010.

tengan o no, sus acciones inscritas en bolsa⁹⁸. Además, particularmente, en este tipo de situación el precio de las acciones no será determinado por el oferente, como ocurriría normalmente, sino que este lo establecerá una entidad evaluadora independiente calificada en forma previa por la Superintendencia Financiera de Colombia⁹⁹.

Sin embargo, la norma ha previsto una excepción a la obligación de presentar una OPA en estos contextos. Dicha excepción recae sobre el caso en el cual, mediante oferta pública de venta¹⁰⁰, se enajene el exceso de participación sobre los porcentajes recientemente mencionados¹⁰¹.

7.2 Derecho de venta o Sell-Out

Otra situación peculiar, que puede darse en el marco de una adquisición, surge cuando un mismo beneficiario real *“adquiere más del noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores¹⁰²”*. En este caso, en virtud del denominado “Derecho de venta” -el cual ha sido regulado en muchas otras legislaciones en las cuales las operaciones de control son bastante concurrentes¹⁰³-, los

⁹⁸ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.22, 15 de julio de 2010.

⁹⁹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.10, 15 de julio de 2010.

¹⁰⁰ “Las 'ofertas públicas de venta' (OPV) son operaciones que se realizan cuando un propietario de un gran volumen de acciones de una empresa, desea vender ese paquete accionario. Son ofertas de un volumen excepcional de acciones, que de realizarse por la vía ordinaria de negociación en bolsa podría llevar a un descenso abrupto e importante de su cotización. Por ello esa venta se hace de forma ordenada y regulada a través de una OPV. (...) Las OPV no son operaciones de mercado primario (emisiones) porque se trata de vender valores ya emitidos.” Oferta pública de venta, OPV. <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/oferta-publica-de-venta-de-valores-opv> (n.d.).

¹⁰¹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.22, 15 de julio de 2010.

¹⁰² Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.23, 15 de julio de 2010.

¹⁰³ “Los conceptos de squeeze-out” y “sell-out” están diseñados para abordar los problemas de, y para, los accionistas minoritarios residuales después de una oferta de adquisición exitosa. Los derechos de exclusión permiten que el mayoritario compre obligatoriamente las acciones de los accionistas minoritarios restantes que no han aceptado la oferta. Los derechos de venta permiten a los accionistas minoritarios, a raíz de dicha oferta, exigir que el accionista mayoritario compre sus acciones. Debido a que implican la compra o adquisición

tenedores de acciones que cuenten con al menos el uno por ciento (1%) del capital con derecho a voto de dicha sociedad, tendrán derecho a exigir que el adquirente adelante una OPA por el saldo de capital con derecho a voto en circulación¹⁰⁴. Para estos efectos, en Colombia, el plazo máximo será de tres (3) meses contados a partir de la adquisición que dio lugar a esta situación, y si esta fue consecuencia de una OPA anterior, el precio deberá ser el mismo en ambas¹⁰⁵.

Claramente, la finalidad perseguida por esta figura es la de proteger los intereses del minoritario, otorgándole una oportunidad de salida y adicionalmente, la posibilidad de vender sus acciones a un precio justo. A este derecho de venta, se le ha llamado en otros lugares del mundo como “Sell-Out”, cuya regulación por regla general (más no en Colombia), va acompañada de otra figura denominada “Squeeze-Out”. Esta última hace referencia a la exclusión de los minoritarios, es decir, a aquella situación en la cual el mayoritario, exige a uno o varios minoritarios que le vendan sus acciones con el fin de excluirlos de la compañía. Esta pretensión de excluir a los minoritarios de la compañía, normalmente responde al interés del mayoritario de tomar decisiones sin depender de otros accionistas¹⁰⁶. Adicionalmente, el Squeeze-Out impide que en una toma de control por un porcentaje elevado, sobrevengan situaciones en las cuales algunos accionistas no quieran vender o peor, que pretendan por esta

obligatoria de acciones contra la voluntad del tenedor de las acciones o la adquirente, se aplican umbrales altos al ejercicio de dichos derechos y existen normas de protección sobre el precio que deben pagarse por las acciones en cuestión.” Chapter 3: “Squeeze-Out” and “Sell-Out”. <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/10/28/10/8> (2006). Companies Act 2006. European Directive on Takeover Bids (2004/25/EC, the «Takeovers Directive»).

¹⁰⁴ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.23, 15 de julio de 2010.

¹⁰⁵ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.23, 15 de julio de 2010.

¹⁰⁶ Guía para el accionista: ¿qué son los derechos de 'squeeze-out' y 'sell-out'? <https://www.bbva.com/es/guia-accionista-derechos-squeeze-out-sell-out/> (07 de junio de 2017).

vía obtener un precio mayor al de la OPA¹⁰⁷. En conjunto, estos derechos propician un entorno más equitativo y transparente en lo que respecta a las tomas de control¹⁰⁸.

6.7 Contraprestación en la OPA

En relación con la contraprestación de los valores objeto de la OPA, basta con decir que esta podrá ser en moneda legal colombiana, en divisas¹⁰⁹, o en valores¹¹⁰¹¹¹. En cualquier caso, de ello dependerá la modalidad de la garantía con la cual pretenda respaldarse la OPA¹¹².

A saber, los únicos eventos en los cuales la norma exige que sea en dinero es tratándose del caso de la fusión y del derecho de venta¹¹³. Estos mismos supuestos constituyen la excepción a la regla según la cual, el precio de los valores objeto de la OPA es determinado por el oferente¹¹⁴.

¹⁰⁷ Guía para el accionista: ¿qué son los derechos de 'squeeze-out' y 'sell-out'? <https://www.bbva.com/es/guia-accionista-derechos-squeeze-out-sell-out/> (07 de junio de 2017).

¹⁰⁸ Guía para el accionista: ¿qué son los derechos de 'squeeze-out' y 'sell-out'? <https://www.bbva.com/es/guia-accionista-derechos-squeeze-out-sell-out/> (07 de junio de 2017).

¹⁰⁹ Siempre y cuando se observe lo dispuesto en el régimen cambiario. Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.8, 15 de julio de 2010.

¹¹⁰ “Cuando la contraprestación consista en valores, éstos deberán estar inscritos en una bolsa de valores de Colombia o cotizar en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia”. Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.9, 15 de julio de 2010.

¹¹¹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.8, 15 de julio de 2010.

¹¹² Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.11, 15 de julio de 2010.

¹¹³ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.8, 15 de julio de 2010.

¹¹⁴ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.10, 15 de julio de 2010.

6.8 Violación a las normas sobre OPA's

Finalmente, las consecuencias del incumplimiento del régimen de OPA's, se encuentran contenidas en la Ley 964 de 2005. De acuerdo con esta, “Realizar una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran”¹¹⁵, constituye una de las infracciones cuya realización, es causal suficiente para que la Superintendencia Financiera de Colombia imponga una sanción¹¹⁶. Dicha sanción deberá responder a los criterios de graduación establecidos para su imposición, pero en todo caso, podrá ir desde una multa, hasta la cancelación de la inscripción en cualquier registro en cuyo caso, le quedará prohibido al afectado inscribirse en alguno de los registros que componen SIMEV hasta por 20 años¹¹⁷.

Sin perjuicio de ello, también “*se suspenderán los derechos políticos y económicos*”¹¹⁸ *inherentes a los valores adquiridos mediante el negocio o negocios que requerían la formulación de una oferta pública de adquisición y deberá acreditarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia que los efectos de tales negocios se han retrotraído plenamente*”.¹¹⁹

¹¹⁵ Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45963. Literal k) del artículo 50.

¹¹⁶ Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45963. Artículo 49.

¹¹⁷ Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45963. Artículo 53.

¹¹⁸ “El capital con derecho a voto que tenga suspendidos los derechos políticos y económicos, de conformidad con lo previsto en el presente artículo, no computará para efectos de quórum y mayorías decisorias de la respectiva sociedad.” Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.25, 15 de julio de 2010.

¹¹⁹ Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Artículo 6.15.2.1.25, 15 de julio de 2010.

7 Régimen obligatorio de OPA's

Como se ha venido exponiendo, mantener un régimen obligatorio de OPA's implica que dados unos supuestos de hecho, será necesario adelantar una OPA so pena de incurrir en las sanciones que para ello disponga cada legislación. Pues bien, debido a que en algunos lugares la ejecución de este proceso no resulta obligatoria, parece conveniente evaluar cuáles son los aspectos positivos que ello presenta, y cuáles son los negativos.

En primer lugar, como ocurre en Colombia, existen muchos lugares en los cuales la obligatoriedad de las OPA's se limita a aquellos casos en los cuales se va a adquirir determinado porcentaje de acciones con derecho a voto de una compañía, de tal suerte que no es una obligatoriedad absoluta frente a cualquier operación.

En segundo lugar, otra limitante que se ha adoptado alrededor del mundo es la relacionada a la inscripción de valores en bolsa de las compañías objetivo. En estos casos, la regulación protege únicamente a los minoritarios de sociedades inscritas en bolsa, pues de no ser así, no habrá ninguna obligación por parte del adquirente de lanzar una OPA.

En tercer lugar, gran parte de las legislaciones que cuentan con un régimen obligatorio de OPA's, prevén una serie de situaciones están exceptuadas de esta regla, es decir, operaciones específicas que encontrándose dentro de los presupuestos que hacen necesaria la realización de la OPA, se eximen expresamente de esta obligación.

Ahora bien, todas estas situaciones mitigan en alguna medida la rigidez de este tipo de regímenes los cuales, claramente repercuten en las distintas dinámicas que hay alrededor de una operación de control. A modo de ejemplo, es dable pensar que un inversionista interesado en obtener un porcentaje de acciones con derecho a voto que supere el umbral impuesto en determinado país, puede verse altamente desincentivado al tener que ejecutar todo el procedimiento que implica el lanzamiento de la OPA. Esto, no solo por lo dispendioso que

puede resultar el proceso en términos de tiempo, sino adicionalmente por los altos costos que una operación de este tipo puede implicar.

Frente a esto, piénsese en un escenario en el cual, tras haber incurrido en todos estos gastos con el único fin de obtener la venta de las acciones, dicha venta no se materializa y la operación fracasa. Es posible que en la práctica esto suceda, entre otros factores porque una de las finalidades de las ofertas públicas de adquisición es que, terceras partes que no han llegado a un acuerdo con los accionistas controlantes, puedan actuar a través de una oferta competidora -las cuales serán tratadas más adelante en detalle-. Esto, sumado al hecho de que los acuerdos que obstaculizan el derecho de los accionistas a aceptar ofertas competitivas se encuentran prohibidos en muchas legislaciones, termina generando que el oferente no escogido para llevar a cabo la transacción incurra en pérdidas sin obtener ningún tipo de resultado a su favor¹²⁰.

Como consecuencia de todo lo anterior, han surgido en la práctica las denominadas “sanciones por retracto” o “break-up fees¹²¹” las cuales se traducen en una tarifa que el oferente cuya propuesta fue rechazada por una posterior, exige a los vendedores en aquellos casos en que un tercero que lanzó una oferta competidora finalmente adquirió las acciones en cuestión¹²².

A modo de ejemplo, basta con recordar el caso de Brookfield y Gas Natural Colombia. En esta ocasión, dichas empresas tenían pensada una compleja estructura para transferir un porcentaje accionario de alrededor del 59%. Ahora bien, mientras se adelantaban estas negociaciones se estableció un break fee que se traducía en una compensación para el

¹²⁰ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

¹²¹ En el caso de Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia no ha expresado ninguna reserva y en la práctica se han tenido como aceptables siempre que su cuantía no obstaculice el derecho de los accionistas a aceptar ofertas competidoras.

¹²² Crónica de la novela de negocios de Brookfield y Gas Natural. <https://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/en-que-termino-el-posible-acuerdo-de-brookfield-y-gas-natural/254800> (2 de enero de 2018).

comprador de una suma equivalente al 17,5% del valor del precio base si un tercero intervenía en el negocio e impedía que Brookfield se quedara con el control de Gas Natural Colombia¹²³.

Lo anterior claramente representaba un obstáculo para un tercero interesado en participar, pues de hacerlo, su oferta necesariamente tendría que incluir un porcentaje superior al 17%, lo cual en comparación con el promedio podía representar más del doble de lo común¹²⁴.

Ahora bien, como hemos visto hasta ahora, diferentes estudios empíricos demuestran que el lanzamiento de una OPA incrementa en la mayoría de casos el valor de la compañía objetivo, generando desde el inicio beneficios para los accionistas de esta. Asimismo, el alto grado de publicidad que la OPA implica, no sólo otorga a todos los accionistas de la compañía objetivo la posibilidad de acudir a la operación bajo unas mismas condiciones, sino que además abre las puertas para que otro potencial comprador que se encuentre interesado en invertir en la compañía, presente una oferta mejor o más atractiva para los primeros. Si bien esto supone una situación favorable tanto para el oferente competidor como para los accionistas vendedores, en la práctica, esto podría terminar desincentivando las operaciones de control, pues ciertamente cuando se presenta dicha competencia, el precio de la prima de control tenderá a incrementar y se generará una disminución en la eficiencia desde el punto de vista de los potenciales compradores.

De cualquier forma, parece claro que la motivación detrás del mantenimiento de regímenes obligatorios de OPA's es proteger a los accionistas minoritarios más que cualquier otro factor, lo cual puede generar que se deje de lado el resto de repercusiones que ello tiene en la práctica de cara a las distintas dinámicas que se mueven alrededor de las operaciones de control.

¹²³Ibídem.

¹²⁴Ibídem.

8 Problemas que genera la OPA

Como se había mencionado, en los escenarios en los cuales la OPA tiene lugar siempre habrá intereses que bien pueden contraponerse, o simplemente no estar del todo alineados, lo cual termina generando problemas de coordinación o de agencia. Naturalmente, los matices de estos problemas dependerán en gran medida de la distribución accionaria de las compañías involucradas en la operación que, como se trató en capítulos anteriores, es el elemento fundamental sobre el cual recaerá la regulación adoptada en cada lugar.

Para efectos de este trabajo, se analizarán los problemas a la luz de las distintas relaciones existentes en este contexto.

A. De coordinación

a.1. Entre los accionistas de la compañía objetivo

Los problemas de coordinación entre los accionistas de la compañía objetivo tienden a responder a situaciones de desigualdad que puede haber entre unos y otros accionistas, ya sea frente a la información que se tiene sobre el negocio o incluso sobre los términos de la compra de su porcentaje, cualquiera que sea este.

B. De agencia

b.1. Los de la empresa objeto de adquisición

b.1.1. Junta Directiva VS Accionistas

Tratándose de compañías en las cuales el capital accionario se encuentra disperso, este es el problema de agencia más común en los escenarios de tomas de control. Lo anterior se debe a varias razones, en primer lugar, dado que la OPA genera un cambio en la estructura accionaria que se refleja en el control de la compañía, puede que el nuevo controlante ponga en riesgo la posición o los privilegios de los cuales venían gozando los miembros de junta directiva, lo cual claramente generará un conflicto de intereses frente a los de la compañía y los accionistas que, podría terminar en una mala manipulación de información o cualquier actuación para

desincentivar la transacción. En segundo lugar, debido a que antes de la transacción no había un accionista controlante, la junta directiva era quien en realidad se encontraba manejando la compañía¹²⁵, situación que con seguridad cambia después de llevarse a cabo la venta. Frente a esto, como se mencionó, la junta directiva puede hacer uso de su posición, la cual sin duda será privilegiada en el marco de la negociación, para obstaculizar la ejecución de la operación¹²⁶.

Ahora, un escenario paralelo es que la transacción represente beneficios para la junta directiva, lo cual también producirá un alto grado de parcialidad en sus decisiones y en la misma injerencia sobre la operación de la que se habló anteriormente.

El desarrollo de este tipo de problemas dependerá en gran medida de si en cada sistema es posible presentar ofertas a los accionistas sin la aprobación de la junta directiva, o si por el contrario esta tiene injerencia en todas las etapas del negocio.

b.1.2. Controlante VS Accionistas

A diferencia de los supuestos anteriores, en este contexto hay un accionista controlante cuyos intereses puede que no estén del todo alineados con los de los demás accionistas. Esto puede guardar relación con el valor intrínseco que por lo general conlleva tener el control de una compañía o la ya explicada prima de control pues naturalmente, el controlante querrá que ello se refleje en el precio que reciba por su porcentaje accionario. Por otra parte, debido a que el accionista controlante será una pieza clave para el éxito de la transacción, puede que este tenga mejor información o una posición privilegiada frente al resto de accionistas.

b.1.3. De los no accionistas

Cuando se tratan los problemas de agencia de los no accionistas se está haciendo referencia principalmente a aquellos sujetos que si bien no se encuentran directamente involucrados en el

¹²⁵ Esta es una aproximación desde el punto de vista práctico pues teóricamente son los accionistas a través de la junta directiva quienes tienen el control.

¹²⁶ Para confrontar esta problemática, los accionistas también pueden limitar la capacidad de la junta directiva frente a este tipo de asuntos o usar otros métodos en relación con el tema.

negocio, este si termina afectando sus intereses. Tal es el caso de los acreedores y los empleados de la compañía objetivo. En el primer caso, porque la transacción puede representar mayores riesgos en relación con el crédito y en el segundo, porque las condiciones iniciales de los trabajadores podrían modificarse con la transacción. Frente a la primera problemática suelen preverse soluciones contractuales y frente a la segunda, puede que ocurran dos cosas, en primer lugar, que la legislación societaria prevea un sistema de normas especiales en el cual los empleados tengan algún poder de decisión en cualquier nivel sobre la operación¹²⁷, o la segunda y la más común, que simplemente el derecho laboral otorgue suficientes protecciones a los empleados en estos escenarios en lo relativo a desmejoras de condiciones laborales, entre otros asuntos.

b.2. Los de la empresa adquirente

Si bien los problemas de agencia dentro de la empresa adquirente son menos concurrentes que los de la empresa objetivo, también puede ocurrir que la idea de adquirir un porcentaje significativo de la compañía objetivo no complazca los intereses de todos los sujetos involucrados, ya sea porque implica altos costos tanto a corto como a largo plazo, o porque el negocio no parezca del todo conveniente para la compañía que adquiere, entre otras razones.

9 Conveniencia del Régimen en Colombia

Corresponde ahora, pasar a analizar si en Colombia es conveniente mantener el régimen que en la actualidad se tiene es decir, de OPA obligatoria o EOR, o si por el contrario, convendría pasar a un modelo de MR.

Para estos efectos, es importante comenzar diciendo que, debido a que Colombia es un sistema de propiedad cerrada, en el cual, por regla general existe un accionista mayoritario, se

¹²⁷ Darío Laguado y Tomás Holguín, *Anatomy of Corporate Law*, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

ha entendido que uno de los aspectos fundamentales a ser considerado por la legislación, es la protección a los accionistas minoritarios.

Sin perjuicio de ello, en la práctica, esto no ha dado los mejores resultados, pues el accionista mayoritario cuenta con un gran poder de decisión frente a las potenciales ofertas que terceros pretendan presentar, de tal suerte que, ni se logra el objetivo pretendido, cual es proteger a los minoritarios, y sí, por un lado, se hace incurrir a los potenciales compradores en los costos que implica lanzar una OPA y por otro, se priva a terceros de la posibilidad de presentar OPA's competitivas que pudieran representar un mayor beneficio para los accionistas.

Esto último ocurre de manera detallada de la siguiente forma. En primer lugar, debido a que las negociaciones se hacen directamente con los accionistas, un potencial comprador que no haya llegado a un acuerdo con el accionista controlador no tendrá acceso a información que no sea de dominio público, de tal forma que habrá problemas con la debida diligencia y finalmente, es probable que las intenciones fracasen. Y en segundo lugar, si bien en estas situaciones las normas sobre OPA's persiguen que las partes que no han llegado a un acuerdo con los accionistas controladores puedan interferir una OPA lanzada por quien sí ha llegado a un acuerdo con el accionista controlador, a través de una OPA competidora, en la práctica, es posible que esto no llegue a ocurrir, pues los interesados que no llegaron a un acuerdo con el controlante estarán en clara desventaja no sólo en términos de acceso a la información sobre el objetivo, sino por las altas tasas que la Superintendencia Financiera ha permitido pactar en cuanto a break fees ¹²⁸¹²⁹.

Esto lleva a cuestionarse si realmente el régimen adoptado resulta del todo eficiente, a lo cual tendríamos que responder no, pues en efecto no cumple con las mismas finalidades de la

¹²⁸ Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, Practical Law, agosto de 2014. At. 1.

¹²⁹ Basta recordar el break fee de 17,5% permitido en el caso Gas Natural, mencionado en capítulos anteriores.

EOR y sí conlleva a otras problemáticas que terminan generando que la voluntad del controlante sea lo que predomine.

10 Conclusiones

El presente trabajo proporciona una visión general de la Oferta Pública de Adquisición en el marco de las operaciones de control. Tras haber estudiado el contexto en el cual surge la figura y sus efectos más importantes en el mundo societario, no cabe duda que su regulación es particularmente importante para las transacciones de hoy.

En efecto, el análisis sobre si un régimen obligatorio de OPA's es o no conveniente a nivel general, es un tema de tal nivel de complejidad que difícilmente habrá una respuesta definitiva, pues entre otras cosas, el contexto corporativo dentro del cual se lleva a cabo definirá varios asuntos relevantes para la materia.

Por otra parte, hemos presentado la tendencia de los países a través del mundo en cuanto a los derechos de los accionistas frente a la compra de un porcentaje de la compañía, revelando una corriente general hacia la protección de los minoritarios a través de la EOR y más bien la excepcionalidad de aquellos países que continúan manteniendo la MR.

Finalmente, se estudió el alcance de la regulación colombiana de cara a estas tendencias internacionales, observando en forma detallada el procedimiento llamado a ser surtido por el potencial comprador y a grandes rasgos la duración del mismo.

Frente a todo esto, es evidente que las normas alrededor de las OPA's afectan a la totalidad de sujetos involucrados en la compra de acciones de una compañía, de tal suerte que estas pueden determinar en gran medida su comportamiento y es ahí donde radica la mayor importancia de la ley. En este sentido, la presente investigación no está llamada a generar una única conclusión acerca de la utilidad del régimen, pero si pretende proporcionar la información necesaria para que el lector llegue a sus propias conclusiones.

11 Referencias

Alfonso Galindo Lucas, Fundamentos de Valoración de empresas, Editor Juan Carlos Martínez Coll (2000).

Aswath Damodaran, The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials, NYU Journal of Law & Business, 2012. At. 487.

Chapter 3: “Squeeze-Out” and “Sell-Out”.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/10/28/10/8> (2006).

Citibank, ABC del Inversionista Cartilla No. 1, AMV (2012).

Crónica de la novela de negocios de Brookfield y Gas Natural.
<https://www.dinero.com/edicion-impresa/negocios/articulo/en-que-termino-el-posible-acuerdo-de-brookfield-y-gas-natural/254800> (2 de enero de 2018).

Darío Laguado y Tomás Holguín, Anatomy of Corporate Law, Capítulo 8: Operaciones de Control. [Obra sin publicar].

Decreto 2555 de 2010 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010.

Definición prima de control. <https://www.encyclopediafinanciera.com/definicion-prima-de-control.html> (30 de enero de 2017).

Due Diligence
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/finance/servicios/141113-crc-FAS-DebidaDiligencia.pdf> (2014).

Guía para el accionista: ¿qué son los derechos de 'squeeze-out' y 'sell-out'?
<https://www.bbva.com/es/guia-accionista-derechos-squeeze-out-sell-out/> (07 de junio de 2017).

Hubert de la Bruslerie, Equal opportunity rule vs. market rule in transfer of control: How can private benefits help to provide an answer?. *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, 2013, 23. At. 88.

Jaime Trujillo Caicedo, Public mergers and acquisitions in Colombia, *Practical Law*, agosto de 2014. At. 1.

Jeannette Forigua Rojas. Ofertas públicas de adquisición de valores: El nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia, *Revista de Derecho Privado*, Mayo de 2008, At. 2.

Ley 226 de 1995. Por la cual se desarrolla el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, se toman medidas para su democratización y se dictan otras disposiciones. 20 de diciembre de 1995. D.O. No. 42159.

Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45963.

Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No.136. 10/93, Harvard Law Cambridge, 4. At. 1.

Marc Goergen, Marina Martynova & Luc Renneboog Goergen, M., M. Martynova y L. Renneboog, Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe, *Oxford Review of Economic Policy*, 2005. At. 243.

Mercado de valores: Definición, características e importancia. <https://economyatic.com/mercado-de-valores/> (23 de Julio de 2019).

Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, The Scientific Evidence Harvard Business School, *Journal of Financial Economics*, 1983, At. 5.

Oferta pública de venta, OPV. <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/oferta-publica-de-venta-de-valores-opv> (n.d.).

Preguntas

frecuentes

FAQ.

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/FAQ/user/main/s/0/f/0/c/0> (n.d.).

Qué es una OPA. <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-515879> (14 de mayo de 2001).

¿Qué es y para qué sirve una Due Diligence? <https://delvy.es/que-es-una-due-diligence/> (28 de mayo de 2019).

Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE.
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/80102> (07 de noviembre de 2018)

Roberta Romano, Una guía para tomas de control: teoría, evidencia, y regulación, Themis 46 Revista de Derecho. Yale Journal of Regulation, 1992. At. 119

Simev Sistema Integral de Información del Mercado de Valores
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/61086> (3 de septiembre de 2018).

Sonia Patricia Jurfest, Ricardo D. Paredes & Julio Riutort, Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes, El trimestre económico, octubre-diciembre de 2015. At. 847.

Stakebuilding, mandatory offers and squeeze-out comparative table,
[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhpc=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhpc=1) (01 de octubre de 2017).

Teoría de los Mercados Eficientes. <http://www.escueladeinversion.cl/teoria-de-los-mercados-eficientes/> (n.d.).

Tipos de OPAS. <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx> (n.d.)

Williams Act. <https://www.investopedia.com/terms/w/williamsact.asp> (31 de marzo de 2018).

12 Anexos

Anexo 1.

Jurisdiction	When must disclosure be made?	When must a mandatory offer be made?	When can minority shareholders be squeezed out?
<i>Argentina</i>	<p>When a transaction involves either:</p> <ul style="list-style-type: none"> • More than 5% of the company's votes. • An alteration in the company's control. • An issuer must also file monthly reports on the changes in its shareholdings above the specified percentages. 	<p>A person intending to acquire a "significant interest" in a public company must make a mandatory offer. A "significant interest" is an interest equal to 15% or 51% or more of a company's shares and votes, depending on the circumstances.</p>	<p>A shareholder who holds at least 95% of the shares of a public company can make a public statement of acquisition of a 100% control of the target within six months after acquiring the 95% interest.</p>
<i>Australia</i>	<p>Substantial holding notice must be filed once person has at least 5% of issued voting shares in an Australian company.</p>	<p>For ASX-listed Australian companies, at least 90% of unlisted Australian shares. There is no mandatory offer rule. However, there is a 20% statutory threshold which can only be crossed in reliance on a specified exception (for example, via acceptances under a takeover bid).</p>	<p>Generally once a person owns at least 90% of a company's shares.</p>
<i>Austria</i>	<p>When the bidder acquires, directly or indirectly, listed shares so that its voting rights reach, exceed or fall below 4%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 75% or 90%.</p>	<p>When a person or legal entity acquires, by any means, a controlling shareholding of more than 30% in the target.</p>	<p>The majority shareholder that owns directly or indirectly 90% of the stated capital of the target can adopt a squeeze-out of minority shareholders with a simple majority of votes.</p>

Belgium	<ul style="list-style-type: none"> • Shares acquired/disposed are 5% or more of the total voting rights. • Shareholding exceeds or drops below 5% or any other multiple of 5%. • Other thresholds in the target's articles. 	Bidder (alone or in concert) holds directly or indirectly more than 30% of the voting securities in a listed Belgian company.	<ul style="list-style-type: none"> • Bidder (alone or in concert) holds 95% of the voting securities (not as a result of a bid). • Bidder holds at least 95% of the target's voting securities in the target as a result of the bid and it acquired 90% of these during the bid.
Bermuda	Disclosure must be made when either: <ul style="list-style-type: none"> • A person acquires shares representing 5% or more of any issuer's securities. • A person already holding 5% or more of the issuer's securities acquires a further 3% or more. 	The Bermuda Stock Exchange Regulations	A bidder who acquires 90% or more of the target's shares in a tender or exchange offer can give the holders of the remaining shares one months' notice of the bidder's intention to acquire their shares on the same terms as the offer, and the remaining shareholders will be bound to sell to the bidder on those terms. A shareholder holding 95% of the shares in issue can on one months' notice acquire the remaining shares on the terms set out in the notice. In both cases, a dissenting shareholder can apply to the court within one month of the date of the relevant notice. In the case of an amalgamation or merger approved by the requisite majorities, minority shareholders are "dragged along" by the majorities and are therefore squeezed out, although dissenters have appraisal rights.
Brazil	Every time shareholder participation exceeds or falls below thresholds	Mandatory tender offers must be made:	Only in the context of a tender offer to go private and only if

-
- of multiples of 5% of shares of a certain class (by one person or group of persons representing the same interest).
 - When a publicly-held company is the target's capital. shares tendered exceed 95% of the target's capital.
 - When a company is deregistered from the CVM.
 - When the controlling shareholder acquires a certain number of shares in the controlled company.
 - When there is a (direct or indirect) sale of control, represented by a transaction, or a series of transactions, in which the controlling shareholder, or members of the controlling group, sell voting securities to a third party who, as a result, acquires control of the target company.

British Virgin Islands	<p>No specific timescales or requirements in the BVI.</p>	<p>No specific timescales or requirements in the BVI.</p>	<p>Subject to the memorandum and articles of the target BVI company, if a successful bidder acquires and holds as shareholder of the BVI target company both:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 90% of the voting rights of the outstanding shares in the BVI target company. • 90% of the voting rights of the outstanding shares of each class of shares entitled to vote as a class in the BVI company. • The bidder can then give written instructions to the
-------------------------------	---	---	---

			BVI target company directing it to redeem the shares held by the remaining minority shareholders.
Canada	Once a person acquires either:	Any offer to acquire outstanding voting securities of a reporting issuer's class that would bring the bidder (and its joint actors) to 20% or more of the securities of the class must be made to all shareholders in two-thirds majority of the shares held by minority shareholders under its bid.	By way of a statutory compulsory acquisition where
	<ul style="list-style-type: none"> 10% or more of a reporting issuer's securities, where the bidder (and its joint actors) to 20% or more of the securities of the class must be made to all shareholders in two-thirds majority of the shares held by minority shareholders under its bid. 5% or more of a reporting issuer's securities, where the securities are subject to an outstanding bid. 	<ul style="list-style-type: none"> 10% or more of a reporting issuer's securities, where the bidder (and its joint actors) to 20% or more of the securities of the class must be made to all shareholders in two-thirds majority of the shares held by minority shareholders under its bid. 5% or more of a reporting issuer's securities, where the securities are subject to an outstanding bid. 	
Czech Republic	<ul style="list-style-type: none"> Within four business days of reaching or crossing the thresholds for shares in a listed joint-stock company. If issuer's registered capital exceeds CZK500 million: 1%. If issuer's registered capital exceeds CZK100 million: 3%. In any other case: <ul style="list-style-type: none"> 5%; 10%; 15%; 20%; 25%; 30%; 40%; 	<ul style="list-style-type: none"> Acquisition of at least 30% of voting rights in a listed joint-stock company. Acquisition of at least 90% of voting rights as a result of an unlimited and unconditioned takeover offer. Decision of general meeting of a listed joint-stock company to: <ul style="list-style-type: none"> revoke listing of company's shares on a regulated market; change a class of shares; 	<ul style="list-style-type: none"> If a shareholder holds at least 90% of the registered capital and voting rights in the company. In a transfer of assets to a shareholder regulated under the Transformation Act.

-
- 50%; or
 - 75%.
 - restrict the transferability of shares;
 - change shareholders' rights to their detriment as a result of a transformation.
 - On a call of minority shareholders, if the dominant shareholder holds at least 90% of the registered capital and voting rights in the company.

France On crossing (upwards or downwards) the thresholds of 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, one-third, 50%, two-thirds, 90% or 95% of the share capital or voting rights of a French listed company. On exceeding 30% of the share capital or voting rights of a bidder holds more than 95% of the share capital and voting rights. Following a public buyout or offer or tender offer, if the bidder holds more than 95% of the share capital and voting rights. On increasing a stake of between 30% and 50% of a French listed company's share capital or voting rights by 1% or more within less than 12 consecutive months.

Germany 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75% of voting rights. At least 30% of the voting rights. • 90% (merger-squeeze-out). • 95% (regular and takeover squeeze-out).
5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75% for derivatives with similar economic effect.

Guernsey If the Takeover Code applies, the bidder must disclose its own and any concert party's opening positions following the start of an offer period or an A mandatory offer must be made when either: • There is an acquisition of an interest that results in the bidder holding 30% or more of the Following acceptance of the offer in respect of 90% by value of the shares affected by the offer. At present, shares acquired during the offer period but outside of the offer

<p>announcement which first identifies the bidder as the bidder (Rule 8).</p>	<p>voting rights of the target. • There is an acquisition of an interest in any of the target's voting shares by a person who (together with persons acting in concert with them) is interested in shares carrying between 30% and 50% of the target's voting rights.</p>	<p>will not be counted towards the 90% threshold.</p>
<p>Hong Kong</p>	<p>• When a person (other than a director) comes to have an interest of 5% or more of the voting shares of a listed company.</p> <p>• When a director of a listed company acquires any shares of the listed company.</p>	<p>When a person or group of persons acting in concert acquire: • 30% or more of the target's voting rights. • 2% or more of the target's voting rights held by the bidder and persons in the preceding 12 months if already holding 30% to 50% of the target's voting rights.</p> <p>If the local laws of the jurisdiction in which the target is incorporated provide for compulsory acquisition rights, they can be exercised once acceptances of the offer reach 90% of the shares not already held by the bidder and persons in concert with it (subject to any additional requirements imposed by law).</p>
<p>India</p>	<p>For acquisitions exceeding the 25% or 5% thresholds, a public announcement must be made on the date of acquire shares or voting rights or control. The time of disclosure varies depending on the type of acquisition.</p>	<p>A mandatory offer must be made (whether the shareholders cannot be squeezed out. To undertake a squeeze-out, the company must first be de-listed, after which the appropriate legal provisions must be followed.</p> <p>• On acquiring 25% or more voting rights. listed, after which the company must first be de-listed, after which the appropriate legal provisions must be followed.</p> <p>• After reaching 25%, appropriate legal provisions if additional must be followed.</p> <p>acquisition in a financial year exceeds 5%.</p> <p>• On acquisition of control.</p>
<p>Indonesia</p>	<p>A disclosure must be made when either:</p>	<p>A mandatory tender offer (MTO) is have to sell their shares if they</p>

-
- An investor acquires triggered when there is do not want to accept the offer 5% of the total a change of controller. from the bidder.
issued shares in an An exception may Indonesian public apply to shares held by: company. When the • Shareholders that investor reaches the participate in the 5% threshold, any acquisition by a new share transfer must controller.
be reported to the • Parties that have Financial Services received an offer Authority (OJK). with the same terms and conditions from When the and conditions from the shareholding falls the new controller. below 5%, it must • Parties that are also be reported to simultaneously making an MTO or a the OJK. voluntary tender offer (VTO) for the shares in the same target.
 - There is information and material facts that the company has (among others):
 - changed its • Other controllers of board of directors the target. and/or board of commissioners;
 - issued new shares to existing shareholders;
 - made a distribution of an interim dividend;
 - changed the appointed public accountant;

made a debt restructuring.

Israel

Disclosure must be Any acquisition Minority shareholders can be made once the party resulting in a squeezed out:
holds 5% or more of the shareholding • When a full tender offer voting rights of the exceeding: was accepted by 95%.
target company. • 25% (where no other • In a reverse triangular shareholder holds at merger or in a court- approved merger, approved least 25%).

	<ul style="list-style-type: none"> 45% (where no other party holds 45%) of the voting rights. 	by the requisite shareholder majority.
Italy	<p>On crossing (upwards or downwards):</p> <ul style="list-style-type: none"> 3% (if the company share capital is not a small to medium-sized company), 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66.6% or increasing a stake of 90% of the voting share capital or overall number of 12-month period. 3% (if the company share capital is not a small to medium-sized company), 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66.6% or increasing a stake of 90% of the voting share capital or overall number of 12-month period. 	<p>On exceeding 30% or 25% (unless another target, the bidder acquires at least 95% of the voting share capital or voting rights).</p> <p>If, after a bid for 100% of the company, the bidder acquires at least 95% of the voting share capital or voting rights.</p>
Japan	<p>If a bidder is a listed company it must disclose certain elements of memorandum of understanding with the target's decision-making body decides to enter into the voting rights of the agreement. A holder of securities (issued by a listed company) whose shareholding is larger than 5% must make and certain disclosures.</p>	<p>Instances include when a bidder can obtain the shares of remaining minority stockholders when it uses a stock-for-stock merger, stock-for-stock exchange or "shares subject to wholly call" (zenbu-shutoku-target's shareholdings held by a purchaser and joutokutsuki-kabushiki).</p> <p>when the bidder's any affiliated persons decision-making body decides to enter into the voting rights of the agreement. A holder of securities (issued by a listed company) whose shareholding is larger than 5% must make and certain disclosures.</p> <p>ratio of the purchaser exceeds one-third after the purchase.</p>
Jersey	<p>If the Takeover Code applies, the bidder must disclose its own and acquiring any concert party's</p>	<p>If UK Takeover Code applies; on the bidder acceptance of shares to which 30%, or the offer relates.</p> <p>If Offeror receives 90% of the shares to which the offer relates.</p>

opening positions enhancing between following the start of an 30% and 50%.

offer period or an announcement which first identifies the bidder as the bidder (Rule 8). It is common for the target's constitutional documents to contain disclosure requirements. There are no statutory provisions.

Kuwait Kuwait has no A person, who has Kuwait law does not provide stakebuilding rules. come into possession for the squeeze out of minority (whether directly or shareholders. indirectly) of more than 30% of the voting shares of a KSE listed company is required to launch a mandatory takeover offer within 30 days of crossing the 30% threshold.

Malaysia If the bidder acquires 5% or more of the voting shares in the target. On acquisition, holding 33% or more of the target's voting shares (or an of making that offer. This entitlement to do so). Once a takeover offer has been made and the bidder acquires 90% of the nominal value of the target's voting shares within four months of the takeover offer. This excludes any shares already held by the bidder at the date of the takeover offer. Holding between 33% and 50% of the target's voting shares and then acquiring more than 2% of the target's voting shares in any six-month period. Acquisition of between 20% and 33% of the target's voting shares (and the Securities Commission exercises its discretion).

Mexico	<p>The following A mandatory offer must be made if a person or outstanding minority information must be made if a person or outstanding minority made public on the group of people attempt shareholders to sell their business day following to acquire, directly or shares, if there is a provision an M&A transaction: indirectly, the such as drag-along provisions</p> <ul style="list-style-type: none"> • The identity and ownership of 30% or in the targets' bye-laws. All stake of any persons more of the shares of other actions to force minority who acquire, the target registered shareholders to sell their directly or before the National shares (such as cash-out or indirectly, a Securities Registry by squeeze-out provisions) are percentage of one transaction or prohibited under Mexican law. ownership equal to several successive or greater than 10% transactions. but less than 30% of the target. • The identity of the persons who directly or indirectly increase or decrease 5% of their percentage of ownership in the target. • The person or group of persons who directly or indirectly hold 10% or more of the target's capital stock.
Norway	<p>When a shareholding Any person or company A shareholder who owns more increases or reducing that acquires shares in a than 90% of the shares and its shareholding Norwegian company voting rights in the target can through the thresholds listed on the OSE and, compulsorily acquire the of 5%, 10%, 15%, 20%, as a result, owns shares remaining shares of the 25%, 1/3rd, 50%, representing more than company. 2/3rds or 90% of the one-third of the voting share capital or voting rights, must make an rights in the target. offer to buy the remaining shares (or reduce its shareholding below that level).</p>
South Africa	<p>When any one When a bidder intends A shareholder who owns more shareholder acquires to build a stake of 35% than 90% of the shares and</p>

	securities such that it or more of the target's voting rights in the target can increase its stake in the capital stock.	compulsorily acquire the remaining shares of the company.
	company to 5%, 10% or a percentage equal to any other multiple of 5.	
Spain	<p>Mandatory takeover bids must be made public immediately after the triggering event.</p> <p>Voluntary bids must be made public as soon as the bidder's board of directors agrees to launch the bid.</p>	<p>• When control of the target company has been obtained.</p> <p>• When a company decides to de-list its shares.</p> <p>• When a company decides to decrease its share capital through the acquisition of treasury shares.</p>
	The bidder must obtain at least 90% of the voting share capital in the target company, and the bid must have been agreed by the shareholders that represent at least 90% of the voting rights to which the bid was addressed.	
Sweden	<p>When a holding reaches, exceeds or falls below any of the following percentages of the target's total shares or voting rights:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 5% and every subsequent 5%, up to and including 30%. • 50%. • 66⅔%. • 90%. 	<p>When a person who (alone or together with any concert party) acquires shares carrying 30% or more of the voting rights in the target company.</p> <p>When the bidder owns more than 90% of the shares in the target.</p>
Switzerland	<p>On acquisition of: 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33.33%, 50%, 66.66% of voting rights in a resident company listed on a stock exchange (if there is no opting-out or opting-in up).</p> <p>Switzerland or a non-Swiss resident company with a primary, full or partial, listing on a stock</p>	<p>Following a successful public bid, taking its bid.</p>

	exchange	in	
	Switzerland.		
Turkey	Immediately when the decision to conduct a tender offer is taken	When a person(s) acquire(s) the shares or voting rights in a publicly-held company, entitling management control directly or indirectly.	<ul style="list-style-type: none"> • For mergers, with 90% affirmative votes representing the share value of the dissolving company's share capital. • When the controlling company with at least 90% of the shares and voting rights of a company directly or indirectly; if the minority: <ul style="list-style-type: none"> ○ prevents the company from conducting its business; ○ does not act in good faith; ○ creates noticeable disruption; or ○ acts in a careless manner, by virtue of a court decision. • For public companies, if the controlling shareholders holds 98% of the voting rights.
Thailand	Any person acquires or disposes an aggregate amount of shares and/or convertible securities through a multiple of 5% of the total voting rights of a publicly listed company.	Any person acquires shares in a publicly listed company up to 25%, 50% or 75% of its total voting rights at the end of any trading day.	There is no concept of minority squeeze-out under Thai laws.
UK (England and Wales)	On holding, or ceasing to hold, 3% of a target's voting rights and on reaching, exceeding or falling below each 1% increment above that 3%.	Once a person either: <ul style="list-style-type: none"> • Acquires 30% or more of the target's voting rights. • Is interested in shares carrying 30% to 50% of the target's voting rights, and 	Once 90% by value of the shares subject to an offer and associated voting rights are acquired. Alternatively, 100% of a target company's share capital is acquired by a bidder under a scheme of arrangement

During an offer period, that person or a approved by a majority in concert party number, representing 75% in following any dealing acquires an interest value of each class, in relevant securities of in any other voting shareholders attending and a party to the offer shares in the target. voting at the relevant (other than a cash bidder) by a bidder, shareholder meeting. target company and their concert parties.

United States

- Acquisition of more than 5% of any class of equity securities. There is no requirement to make a mandatory offer. While there is no compulsory offer mechanism in the US, a bidder can use a second-step offer. However, under a second-step offer, a bidder can use a second-step offer.
- Acquisition of certain states' "control merger to buy out remaining shares in excess of share cash-out" minority shareholders. the US\$80.8 million provisions, if a bidder anti-trust filing gains voting power of a threshold. certain percentage of a company (20% in Pennsylvania, 25% in Maine and 50%+1 in South Dakota), the other shareholders can demand that the bidder purchase their shares at a fair price.

Vietnam

The bidder must A tender offer is If the bidder acquires 80% or publicly announce the required in the more of the shares of a public tender offer within following cases: company, it must buy the seven days from receipt • Purchase of a remaining shares of the same of the State Securities company's class of other shareholders (if Commission's opinion circulating shares they so request) at the bid price regarding the that results in a within 30 days. registration of the purchaser, with no However, there are no tender offer. shareholding, or less "squeeze-out" rights that can than a 25% force the remaining shareholding, shareholders to sell their acquiring a 25% shares. shareholding or more.

- Purchase of a company's circulating shares that results in a purchaser (and

affiliated persons of the purchaser), with a 25% or more shareholding, acquiring a further 10% or more of circulating shares of the company.

- Purchase of a company's circulating shares that results in a purchaser (and affiliated persons of the purchaser), with a 25% shareholding or more, acquiring a further 5% up to 10% of currently circulating shares of the company within less than one year from the date of completion of the previous offer.