

CAPÍTULO 11

El Mercado de Control Societario en Iberoamérica

Fernando Vives
Abogado, Garrigues

Camilo Gantiva
Abogado, Garrigues

1. INTRODUCCIÓN
2. EL CONTROL SOCIETARIO
 - 2.1. El concepto de control societario
 - 2.2. El control desde el punto de vista del adquirente. La prima de control
 - 2.3. El control desde el punto de vista del gestor
 - 2.4. El control desde el punto de vista del accionista minoritario
 - 2.5. Recapitulación: los intereses en juego en un cambio de control
3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN IBEROAMÉRICA
 - 3.1. La existencia de regulación sobre la materia
 - 3.2. Eventos que obligan a formular una opa
 - 3.3. Régimen de opa *a priori* y opa *a posteriori*
 - 3.4. El precio de la oferta
 - 3.5. Irrevocabilidad de la oferta
 - 3.6. Garantía de la oferta
 - 3.7. Suministro de información a los inversionistas
 - 3.8. Vigencia de la oferta
 - 3.9. Papel de los administradores de la sociedad
 - 3.10. Ofertas competidoras
 - 3.11. Ventas y compras forzadas (*squeeze-out* y *sell-out*)
4. ESTÁNDARES Y RECOMENDACIONES
 - 4.1. Existencia de Regulación en materia de opas
 - 4.2. Regímenes de opas *a priori* y *a posteriori*
 - 4.3. Actuación de los administradores
 - 4.4. Ofertas competidoras
 - 4.5. Compras y ventas forzadas

■ 1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo pretendemos realizar algunas reflexiones jurídicas en relación con el mercado de control societario en Iberoamérica, así como una comparación general entre las diferentes regulaciones iberoamericanas sobre las tomas de control de sociedades cotizadas, con el fin de analizar lagunas regulatorias, tendencias y aspectos comunes en relación con la forma de solucionar los problemas que típicamente surgen con ocasión del cambio de control de una sociedad cotizada.

- **Las diferencias en los mercados bursátiles en Iberoamérica**

Con el fin de poner en contexto este análisis de derecho comparado, es necesario identificar los mercados que estamos analizando. Al realizar esta labor resulta evidente la diferencia entre los diferentes mercados bursátiles estudiados. Los mercados bursátiles iberoamericanos presentan importantes diferencias, tanto por el número de sociedades emisoras cotizadas, como por la capitalización de cada mercado¹.

Esa diferencia en el desarrollo de cada mercado bursátil, así como la existencia de normas supranacionales², son algunas de las razones que permiten entender la diferencia entre las distintas regulaciones analizadas.

El número de sociedades cotizadas en los países iberoamericanos es bajo por regla general. De acuerdo con los datos publicados por la Federación Iberoamericana de Bolsas, en algunas jurisdicciones existen menos de 10 sociedades cuyas acciones se negocien en bolsa³.

De igual forma, la capitalización bursátil tampoco resulta uniforme como puede verse a continuación.

1. Consultar el Capítulo 1 del Estudio

2. España y Portugal siguen estándares similares, en la medida en que han consagrado en su legislación interna las disposiciones de la Directiva Europea 2004/25/CE en materia de tomas de control.

3. Federación Iberoamericana de Bolsas. "Anuario Estadístico *Fact Book*". 2014. p. 12. Disponible en: http://www.fiabnet.org/es/categoria.asp?id_categoria=50 Fecha de Corte: Cierre año 2013.

País	Número de Emisores	Capitalización Bursátil (en millones de USD \$)
Paraguay	40	1.268,61
Costa Rica	9	2.640,31
Bolivia	39	4.759,39
Ecuador	45	6.538,00
El Salvador	39	10.902,00
Panamá	28	13.436,00
Venezuela	40	71.283,31
Perú	240	120.580,04
Portugal	60	182.714,62
Colombia	78	215.086,00
Chile	306	283.280,04
Argentina	103	514.882,63
México	143	893.892,51
Brasil	367	1.023.277,46
España	150 ⁴	1.116.561,03

Lo anterior evidencia que los mercados bursátiles iberoamericanos tienen importantes diferencias en profundidad y número de participantes, lo cual permite anticipar que no en todas las jurisdicciones se han presentado las mismas necesidades de regular diversos aspectos de las tomas de control de sociedades cotizadas.

- **La concentración accionaria como elemento común**

A pesar de las significativas diferencias entre los diferentes mercados bursátiles iberoamericanos, una característica común es la alta concentración de la propiedad en el capital social en las sociedades cotizadas. En este sentido, encontramos por ejemplo

4. Muchos de los emisores de renta variable en España son vehículos fiscales y no sociedades que realmente tengan un Gobierno Corporativo efectivo. Por esta razón, para este caso se toman los datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores "Informe anual sobre mercados de valores y su actuación 2013". Estos datos solo incluyen mercado continuo y mercado alternativo bursátil (MAB).

que Colombia⁵ tiene una desconcentración promedio del 16,31%, Portugal del 28%, España⁶ del 35,8% y México del 41,78%. La existencia de una baja desconcentración de la propiedad, dificultan las tomas hostiles de control.

Esta concentración del capital contrasta con la situación que se presenta en países anglosajones en los cuales la base del capital flotante es amplia y por lo tanto la naturaleza de los conflictos societarios es también mayor. En los mercados donde existen compañías con capital disperso, lo habitual es que el legislador regule las relaciones y problemas de agencia existentes entre los administradores y los accionistas, mientras que en los mercados con capital mayoritariamente concentrado, el legislador tienda a regular y prevenir conflictos y problemas de agencia entre accionistas significativos y accionistas minoritarios.

■ 2. EL CONTROL SOCIETARIO

En este epígrafe hacemos una breve mención al concepto de control societario y, en particular, de aquellas cuestiones que surgen en relación con cada uno de los principales actores: el inversor que pretende alcanzar el control, el gestor de la sociedad cuyo control se pretende, y sus accionistas minoritarios.

2.1. El concepto de control societario

Procede en primer lugar tratar de apuntar algunas ideas relevantes relacionadas con el control societario.

Tanto desde el punto de vista económico como jurídico, el concepto de control es un concepto indeterminado y complejo. ¿Cuándo se controla una sociedad? Es obvio que existe control cuando se ostenta la titularidad de más de la mitad de las acciones de una sociedad, pero en cuanto nos alejamos de lo obvio, el terreno se vuelve inseguro, y el control dependerá de muchas variables: cómo está configurado el resto del accionariado o su órgano de administración, la existencia de mayorías reforzadas, etc. El hecho de que en los mercados iberoamericanos haya una alta concentración del capital social y que por ende el porcentaje del capital flotante sea bajo, sugiere la idea de que, en términos generales, alcanzar el control requiere la adquisición de porcentajes altos de participación.

5. Estudio adelantado por Garrigues sobre Gobierno Corporativo en las Sociedades Cotizadas en 2014 con datos de Colombia, Portugal y México.

6. Informe anual de Gobierno Corporativo publicado por La Comisión Nacional del Mercado de Valores de España en diciembre de 2010 (relativo al ejercicio 2009).

Por otro lado, los mecanismos que se pueden utilizar o que conducen a la adquisición del control son múltiples: a través de la propiedad de las acciones y del control de los derechos de voto asociados a las mismas, mediante acuerdos parasociales con otros accionistas que permitan el nombramiento de consejeros, etc.

Existe una tercera cuestión, menos obvia, relacionada con el concepto de control, dejando a un lado las cuestiones relativas a qué es y cómo se adquiere el control, será necesario indagar qué tipo de efectos produce.

No existe una única respuesta a cuáles son los efectos del cambio de control societario. Tiene unas consecuencias distintas dependiendo de qué perspectiva se adopte: la del inversor que quiere adquirir el control, la del gestor de la sociedad cuyo control es objeto de adquisición, o la de sus accionistas minoritarios.

2.2. El control desde el punto de vista del adquirente. La prima de control

Para explicar los efectos del control desde el punto de vista del adquirente, puede ser útil reflexionar primero sobre el concepto de la "prima de control", cuyo origen no es jurídico sino económico.

Una acción representa una parte alícuota del capital social de una sociedad. Por consiguiente, en principio, el valor de la acción será proporcional a la parte alícuota del capital que representa. Ahora bien, la práctica económica demuestra que los operadores en el mercado están dispuestos a pagar un precio superior por acción si la adquisición de un determinado paquete de acciones les confiere el control de la sociedad. Ese sobreprecio es la "prima de control".

En palabras del profesor Paz-Ares, la prima de control se paga "o bien porque el adquirente confía en producir más valor del que estaba produciendo el *Management* anterior (...) o bien porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación"⁷.

La racionalidad de la prima de control en el primer supuesto parece claro: la adquisición del control permite al adquirente acceder a la gestión de la sociedad. El adquirente confía que con ello será capaz de maximizar el valor de la compañía, y por ende, el valor de la acción, de todas las acciones. Por ello, el adquirente está dispuesto a pagar un precio superior. A efectos expositivos, a esta prima de control, la llamaremos la "prima buena".

7. PAZ ARES, I. "La reforma de opas y el espejismo de la prima de control" publicado en dos artículos separados en *Expansión* los días 16 y 18 de octubre de 2002.

El control societario, en el caso de la "prima buena" confiere al accionista que toma el control el derecho a influir en la gestión de la sociedad y, con ello, maximizar el valor de la sociedad y de la acción. Los accionistas minoritarios salen beneficiados de la toma de control y, en principio, no parece vislumbrarse la necesidad de otorgarles un derecho de salida, o lo que es lo mismo, la necesidad de obligar al accionista que toma el control a ofrecer la adquisición de las acciones a los minoritarios.

La racionalidad de la prima de control en el segundo supuesto, que denominaremos la "prima mala", es diametralmente opuesta y requiere una reflexión más sosegada.

Volvamos al principio: en el segundo supuesto, un operador en el mercado está dispuesto a satisfacer un precio superior por un paquete de acciones que el precio de mercado de cada una de ellas. La razón por la que se paga la "prima mala" es que la adquisición de dicho paquete confiere a su titular el derecho a influir en la gestión de la sociedad, aprovechándose del control sobre dicha gestión para perjudicar el valor de la propia sociedad, el de la acción y, por ende, a los accionistas minoritarios, explotando lo que la doctrina norteamericana ha llamado los beneficios privados del control (*private benefits of control*). De forma bastante ilustrativa y coloquial la jurisprudencia de la Corte Suprema del Estado de Delaware ha caracterizado al accionista controlante como un gorila de 800 libras con intenciones expropiatorias que puede incluso dominar a los administradores independientes⁸.

La razón última de la "prima mala" suele ser la revalorización de la acción de la entidad adquirente.

Podrá enseguida adivinarse que el segundo supuesto plantea un evidente conflicto de interés, clásico en la doctrina que estudia el fenómeno de los grupos de sociedades, y que se trata de solucionar, entre otros, con el régimen de responsabilidad de los administradores y con la regulación aplicable a las operaciones vinculadas en sociedades mercantiles.

Con poca más reflexión, se llegará a la siguiente conclusión: en el supuesto de la "prima buena", no tiene sentido económico hablar del reparto de la prima de control (lo que paga "de más" el adquirente). El accionista que vende, recibe como contraprestación la prima de control en forma de precio de la compraventa de las acciones. El accionista que no vende se ve igualmente recompensado por la revalorización de sus acciones.

8. "the controlling shareholder as 800-pound gorilla whose urgent hunger for the rest of the bananas is likely to frighten less powerful primates like putatively independent directors who might well have been hand-picked by the gorilla (and who at the very least owed their seats on the board to his support)" In re Pure Resources Inc., Shareholder Litigation, 808 A.2d 421, 436

Por el contrario, en el supuesto de la "prima mala", en teoría, sólo en teoría, el problema no debería residir en cómo se distribuye la prima de control que el adquirente está dispuesto a pagar, sino en su origen y en los instrumentos previstos por la Ley para prevenir los conflictos que puede acarrear un cambio de control. Si los mecanismos previstos en la Ley para solventar estas situaciones operaran de forma óptima, los accionistas minoritarios verían salvaguardados sus intereses y la razón de ser de la prima de control desaparecería.

En la práctica, las cosas no son tan sencillas: lo habitual, en las operaciones de toma de control, será que se mezclen ambas finalidades, en mayor o medida, y que incluso en el segundo supuesto, la "prima mala" no sea del todo perjudicial para la sociedad cuyo control se adquiere, debido a la posible creación de sinergias en la sociedad adquirente como resultado de la toma de control⁹.

Es decir, es posible que con la toma de control el cambio en la gestión beneficie a la sociedad que toma el control sin afectar sustancialmente el valor de la sociedad cuyo control se adquiere.

En cualquier caso, los legisladores, a la vista de cómo se solucionan (o, mejor dicho, como no se solucionan), en la realidad económica, estos problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, exacerbados en un mercado bursátil concentrado, como ya hemos señalado, han creído equitativo brindar la oportunidad de salida a los accionistas minoritarios en un supuesto de cambio de control, a través del procedimiento de oferta pública de adquisición ("opa"), que luego analizaremos, y que pretende hacer partícipes a todos los accionistas de la prima de control satisfecha.

2.3. El control desde el punto de vista del gestor

Los efectos del cambio de control desde el punto de vista del gestor, del órgano de administración, son fundamentalmente dos: En primer lugar, el cambio de control puede representar una amenaza para el gestor en la forma en la que se ha venido gestionando la sociedad o inclusive respecto de su vínculo mismo con la sociedad. El accionista que controla una sociedad es el que determina, en última instancia, quién la gestiona. Es más, como ya hemos indicado, en términos generales, la racionalidad

9. Incluso, un importante sector de la doctrina estadounidense ha manifestado que la existencia de un accionista de control y sus labores de supervisión puede incluso mitigar los problemas de agencia existentes entre los administradores y los accionistas. Sobre este último supuesto, Gilson ha manifestado que *"non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control"*. Gilson, Ronald J. and Gordon, Jeffrey N., Controlling Controlling Shareholders (June 2003). Columbia Law and Economics Working Paper No. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=417181> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.417181>

económica de una toma de control reside en la creencia del adquirente de que va a maximizar el valor de la compañía cuyo control se adquiere mediante la influencia en su gestión. Dicha influencia, en la práctica, suele discurrir a través de un cambio en el órgano de administración. Según ha apuntado la doctrina más autorizada en la materia, habitualmente, el equipo gestor (incluyendo al órgano de administración, dentro de él los consejeros ejecutivos, y los altos directivos) será contrario a un cambio de control en la medida en la que el adquirente pretenda introducir modificaciones en la forma de gestionar la compañía¹⁰.

Un segundo efecto respecto del gestor tiene que ver con el cumplimiento de las obligaciones propias de su labor. El órgano de administración de la Sociedad, en el desempeño de sus deberes de lealtad para con los accionistas, debe velar por la maximización del valor de la sociedad y colaborar u oponerse a la operación, en función de si estima que ésta será beneficiosa o perjudicial para los accionistas.

Obsérvese como el conflicto de interés entre el primer efecto y el segundo es evidente. Esta es otra de las cuestiones fundamentales por la que diversas legislaciones tratan de regular en el procedimiento de oferta pública de adquisición.

Respecto del procedimiento para llevar a cabo para formular una oferta pública de adquisición, existen fundamentalmente dos soluciones regulatorias. Por una parte encontramos que algunas jurisdicciones han optado por un régimen de oferta pública de adquisición *a priori*, cuando la respectiva oferta pública debe formularse de forma previa a la adquisición del control de la sociedad, mientras que otras jurisdicciones han establecido una oferta *a posteriori*, donde la obligatoriedad de formular la oferta surge una vez el adquirente ya ha alcanzado el control de la sociedad. Del estudio adelantado respecto de 219 legislaciones en Iberoamérica, encontramos que en 14 se ha establecido un régimen obligatorio de opas, de las cuales 8 han optado por el régimen *a priori*¹¹, mientras que 6 cuentan con un régimen *a posteriori*¹².

En el régimen *a posteriori*, aunque los administradores consiguiesen impedir que ningún accionista vendiera sus acciones al adquirente en una oferta pública de adquisición, la toma de control ya se habría producido. Por consiguiente, la única forma en que los administradores podrán evitar los efectos de la toma de control, en la medida en que la consideren nociva para el interés social, será conseguir una oferta competidora que mejore las condiciones de la primera y que sea aceptada por el primer oferente.

10. Este incentivo a la permanencia y al mantenimiento del statu quo constituye el tan temido "*entrenchment*" que ha justificado en numerosas ocasiones en la jurisprudencia norteamericana medidas defensivas, como las que analizaremos más adelante.

11. Estos países son Argentina; Colombia; Costa Rica; Guatemala; México; Nicaragua; Panamá y Venezuela.

12. Estos países son Brasil; Chile; España; Perú; Portugal y Uruguay.

2.4. El control desde el punto de vista del accionista minoritario

Por último, respecto de los restantes accionistas no involucrados en el cambio de control, dicho cambio no debería afectar directamente sus intereses, por lo menos no de una forma unívoca: el accionista que considere que el cambio de control lleva aparejado un cambio en la gestión positiva para la sociedad y para el valor de la acción, estará interesado en permanecer.

Por el contrario, el accionista que considere que el cambio de control lleva aparejado un cambio en la gestión negativo para la sociedad y para el valor de la acción, estará interesado en vender.

Hasta aquí, asumiendo que el accionista minoritario se encuentra en un mercado líquido, en abstracto, nada indica que sea necesario otorgar a los accionistas un procedimiento especial de protección en un supuesto de toma de control o de cambio de control por un tercero: con los mecanismos de liquidez implícitos en una sociedad cotizada, el accionista que crea que el valor de la acción se verá reducido por un cambio de control, puede adoptar la decisión de vender sus acciones y liquidar su inversión (al igual que puede hacerlo, por ejemplo, si un día cree que la adopción de una política comercial determinada por el equipo gestor no es la adecuada).

Como ya hemos indicado, en la práctica, lo cierto es que el legislador ha creído conveniente introducir el mecanismo de las ofertas públicas de adquisición en protección de los accionistas minoritarios, ofreciéndoles la posibilidad de salir de la sociedad si se produce un cambio en el accionariado de control que hasta entonces venía liderando la sociedad, permitiéndoles liquidar total o parcialmente su inversión en las mismas condiciones que todos los demás accionistas minoritarios y en algunos casos, en condiciones similares a la de los accionistas que transfieren el control de la sociedad.

2.5. Recapitulación: los intereses en juego en un cambio de control

En resumen, tal y como hemos visto, con un cambio de control en una sociedad, existen los siguientes intereses que puedan entrar en conflicto:

- En términos generales el adquirente espera, al lograr el control de la sociedad y el acceso a su gestión, maximizar su beneficio. Por ello está dispuesto a pagar una prima de control por la adquisición del paquete de control.
- Los gestores que naturalmente pretenden evitar un cambio en el control de la sociedad que pueda alterar la gestión que están desarrollando, deben ser leales

a sus accionistas y colaborar u oponerse a la operación, en función de si estiman que ésta será beneficiosa o perjudicial para los accionistas.

- Los accionistas minoritarios deben ser protegidos para que, en un supuesto de toma o cambio de control, tengan la posibilidad de vender participando proporcionalmente en la prima de control que satisface el adquirente, particularmente si se encuentran en mercados con poca liquidez.

Como veremos en el apartado siguiente, con el fin de que el proceso de toma o cambio de control de una sociedad se produzca de una forma ordenada, evitando que los intereses de alguna de las distintas partes involucradas se vean perjudicados, el legislador ha previsto un procedimiento específico: las ofertas públicas de adquisición.

3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN IBEROAMÉRICA

Una oferta pública de adquisición es un procedimiento reglamentado de oferta dirigido a la generalidad de los tenedores de un determinado valor, para la adquisición de todos o una parte de éstos, respetando el principio de la paridad de trato entre todos los destinatarios de la oferta.

La regla general en los países de Iberoamérica es que se prevea un mecanismo de ofertas públicas de adquisición¹³, aunque en algunos países, como Bolivia o El Salvador, no se ha adoptado un régimen que garantice esta posibilidad de venta por parte de los inversionistas minoritarios.

En Iberoamérica, a diferencia de lo que ocurre en Europa, no existen directrices o normas supranacionales que establezcan la necesidad de contar con regímenes de ofertas públicas de adquisición. A nivel europeo, la Directiva 2004/25/CE regula los aspectos esenciales de la oferta pública de adquisición y la configura como un mecanismo de protección a favor de los accionistas minoritarios, fijando estándares mínimos para la regulación de tomas de control de los países miembros de la Unión Europea.

13. Por ejemplo, en Ecuador del anterior régimen de aviso de toma de control, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (LOFOSSB) muda a una regulación más moderna y de mayor protección a los derechos de los accionistas minoritarios, bajo un régimen de oferta pública de adquisición. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, nº 42, Julio 2014. "Principales cambios en la Legislación Ecuatoriana de Mercado de Valores. Un análisis en tres ejes". Rafael Enrique Balda Santistevan, Intendente Nacional de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador

3.1. La existencia de regulación sobre la materia

Podemos afirmar que el estándar en Iberoamérica es que se requiere llevar a cabo una oferta pública de adquisición cuando se adquiere el control de una sociedad cotizada, para tratar de proteger a los accionistas minoritarios ante un cambio de control o la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada. No obstante lo anterior, tal y como lo hemos mencionado, existen países en Iberoamérica donde esta exigencia no se ha establecido¹⁴.

A pesar de que las acciones de una sociedad cotizada tienen una vocación negociable, en mercados con baja liquidez la protección otorgada mediante una oferta pública de adquisición es particularmente relevante. En estos mercados, un accionista minoritario que no desea continuar en la sociedad puede verse obligado a tener que liquidar su inversión a un precio muy bajo, en comparación con el que pueden recibir otros accionistas que hayan participado en la venta del control, o inclusive, en relación con otros accionistas minoritarios que sin participar en la venta de control, puedan encontrar una mejor oportunidad de venta en ese mercado ilíquido. Por lo tanto, al establecer un régimen de oferta pública de adquisición se crean oportunidades de venta en condiciones igualitarias para todos los accionistas minoritarios.

3.2. Eventos que obligan a formular una opa

En la mayoría de países de Iberoamérica se exige formular la oferta no sólo para adquirir un porcentaje de acciones superior al 50% del capital social con derecho a voto de una sociedad cotizada, sino también cuando se adquieren porcentajes significativos inferiores a dicha mayoría.

Estos porcentajes significativos oscilan entre el 15% y el 35% del capital social, dependiendo de cada una de las respectivas jurisdicciones¹⁵. La tendencia latinoamericana fija el 25% como participación significativa a partir de la cual surge la obligación de llevar a cabo una oferta pública de adquisición, a diferencia de la tendencia europea, que sigue España, en la que dicho porcentaje es del 30% de los derechos de voto en la sociedad.

No obstante, vale la pena mencionar que la adquisición de estos porcentajes vienen acompañados, en muchos casos, de excepciones particulares que deben tenerse en cuenta al aplicar la regla general. Así, en algunos eventos es posible adquirir un

14. Ejemplos de lo anterior son Bolivia y El Salvador.

15. A manera de ejemplo, estos porcentajes son del 15% en Argentina; 25% en Colombia; 25% en Costa Rica; 30% en España; 35% en México; 25% en Nicaragua; 25% en Panamá; 25% en Perú y 1/3 de las acciones en Portugal.

porcentaje significativo de acciones sin necesidad de formular una opa, por ejemplo, cuando se adquieran los valores como consecuencia de una sucesión, o cuando la transferencia de las acciones se produzca como consecuencia de la liquidación de una sociedad, o cuando las acciones no se adquieran en el mercado, sino en una ampliación de capital de la sociedad.

Existen casos particulares en los que se considera adquirido el control de una sociedad, y por lo tanto surge igualmente la obligación de formular una oferta pública de adquisición por parte del controlante, con independencia del número de acciones en poder del respectivo adquirente. En el caso español, la normativa aplicable establece que se adquiere control cuando el adquirente pueda nombrar un número de consejeros que represente más de la mitad del total de los consejeros.

Adicionalmente, en algunos países de Iberoamérica existen situaciones particulares, distintas a la toma de control, que dan lugar a la obligación de formular una oferta pública de adquisición. Un ejemplo de lo anterior es Costa Rica, donde se establece la obligatoriedad de realizar una oferta pública de adquisición en el evento en que un accionista controlante, que posea más del 50% de las acciones autorizadas para oferta pública, pretenda por primera vez, desde que hubiera alcanzado dicho porcentaje, modificar cláusulas estatutarias¹⁶ destinadas a proteger a los minoritarios¹⁷.

Así mismo, en varios países¹⁸ se establece la obligatoriedad de realizar una oferta pública de adquisición cuando la sociedad pretenda excluir sus acciones de la negociación en bolsa. En este caso, la oferta pública de adquisición busca dar la oportunidad a los accionistas minoritarios de liquidar su inversión, toda vez que las acciones perderán la negociabilidad propia de las acciones de sociedades cotizadas.

3.3. Régimen de opa *a priori* y opa *a posteriori*

Al analizar las principales diferencias existentes entre los diferentes regímenes de ofertas públicas de adquisición en Iberoamérica, encontramos que una de ellas es la que tiene que ver con el momento en el cual se debe formular la oferta pública de adquisición; esto es, si la oferta debe formularse antes o después de adquirir el control o porcentaje significativo de participación en el capital de la sociedad.

16. La normativa costarricense define, de forma no taxativa, como cláusula destinada a proteger a los minoritarios, las que les otorgue representación en la junta directiva, las que establezcan órganos de fiscalización internos, y las que establezcan mayorías calificadas para tomas de decisiones.

17. Reglamento de la Oferta Pública de Valores. Artículo 100.

18. Son ejemplos de esto, entre otros, España (Real Decreto 1066 de 2007 Artículo 10); Brasil (Ley 6404 de 1976 artículo 4º, § 4º e Instrucción 361 de 2002 Artículo 2 Numeral I), Perú (Reglamento de Oferta Pública de Adquisición aprobado mediante Resolución CONASEV N° 009-2006-Ef/94.10 Artículo 32) y Colombia (Decreto 2555 de 2010 Artículo 5.2.6.1.2)

La tendencia de los países de Iberoamérica es la de establecer regímenes de opa *a priori*. Sin embargo, España y Portugal siguen la Directiva Europea 2004/25 relativa a las ofertas públicas de adquisición que establece un régimen *a posteriori*, aunque antes de esa reforma europea, España seguía el régimen de OPA *a priori*.

Como ya mencionamos previamente, un efecto práctico diferenciador entre una y otra tiene que ver con la conducta que pueden adoptar los administradores de la sociedad sobre la cual se formula la oferta. En el caso de las opas *a posteriori* el control de la sociedad ya se habrá transferido al formular la oferta, por lo tanto, la oferta se realiza con el objetivo de permitir que los accionistas minoritarios remanentes puedan vender en igualdad de condiciones. En este caso los administradores no pueden oponerse al cambio de control y en caso de oponerse a la oferta, su actuación se centra principalmente en buscar una oferta competidora. Por el contrario, en las opas *a priori* los administradores podrían verse tentados a interferir de alguna manera con el cambio de control. De esta forma, la modalidad de opa *a posteriori* puede resultar en un cambio de control más eficiente¹⁹.

Por otra parte, puede ocurrir que los costos transaccionales en los regímenes con sistemas de opa *a priori* resulten más bajos que en los del otro sistema, dependiendo del número de valores por los cuales se deba formular la oferta. Esto se explica porque en los eventos en los que se sigue un régimen de oferta pública de adquisición *a posteriori*, quien adquiere el control o porcentaje significativo de acciones usualmente debe formular una oferta por la totalidad de los valores remanentes, pese a que no sea realmente su intención adquirir el 100% de la participación sino únicamente el porcentaje que le permite controlar la sociedad.

En este punto vale la pena mencionar el caso Peruano. De acuerdo con esta regulación es posible realizar la adquisición de la participación significativa de forma privada, con la obligación de formular una opa *a posteriori*, pero sin que exista la obligación de realizar la oferta por la totalidad de los valores remanentes. En este caso se aplica una solución única en la región, que consiste en establecer una fórmula para determinar el porcentaje sobre el cual debe lanzarse la oferta en cuestión²⁰. Dicha fórmula pretende aligerar la carga del adquirente comprador, ya que no tendrá que formular una oferta por la totalidad del remanente, sino que dicho porcentaje dependerá del porcentaje de valores adquiridos durante los últimos tres años, del porcentaje de participación de terceros antes de la adquisición que da lugar a la opa y del porcentaje de participación luego de la adquisición que da lugar a la opa.

19. MANZUETO ABANTO BOSSIO, R., KANASHIRO SHINZATO, L., "Las Ofertas Públicas de Adquisición a la luz de la experiencia peruana: Balance sobre la aplicación del reglamento de oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión", *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, 2008, núm. 24, p. 51.

20. *Ibidem*.

Por el contrario, en el régimen *a priori*, quien pretende adquirir un porcentaje significativo o el control de la sociedad, por regla general solamente deberá formular la oferta por el número de acciones que desea adquirir y que alcanza o supera el porcentaje significativo establecido en la norma. De esta forma, el adquirente que tiene como objetivo adquirir control no debe contar con recursos para adquirir potencialmente la totalidad de los valores en circulación.

Bajo el régimen de las opas *a priori*, cuando las aceptaciones superan el número de valores demandados en la oferta, el oferente adquirirá los valores a prorrata, con el fin de permitir una participación proporcional de todos los interesados en vender. Lo anterior, sin perjuicio de que según lo establecido en diversas legislaciones, el oferente pueda ampliar el número de valores inicialmente demandados, con el objetivo de atender todas las aceptaciones recibidas. No obstante, si se pretende adquirir un paquete de acciones en particular, la regla de la prorrata obliga a formular la OPA por el 100% de las acciones, para que ese paquete de acciones no se vea diluido.

Al estudiar las diferentes legislaciones de Iberoamérica encontramos que los países han previsto esquemas no exclusivos, en donde conviven eventos en los que se permiten opas *a priori* y opas *a posteriori*. Un ejemplo de lo anterior es el caso español, en el cual la obligación para formular la oferta surge en el momento en que se adquiere más del 30 por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad afectada. Sin embargo, esta obligación no obsta para que de forma voluntaria un inversionista pueda optar por realizar una oferta de forma previa a la adquisición de las respectivas acciones. De acuerdo con la regulación española, no será necesario llevar a cabo una opa obligatoria (*a posteriori*) cuando el control se haya alcanzado tras formular una opa voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo²¹; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraban en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con dicho oferente, relativo a la oferta²².

Otro de estos ejemplos frecuentes se evidencia en la regulación colombiana, en donde a pesar de que el régimen general es el de las opas *a priori*, la regulación prevé un evento en el cual se hace necesario contar con un régimen de opas *a posteriori*. En Colombia no es posible que un mismo beneficiario real²³ adquiera el 25% o más del

21. Según lo previsto en el Artículo 9 del Real Decreto 1066 de 2007.

22. Real Decreto 1066 de 2007. Artículo 8

23. Bajo la legislación colombiana, 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,

capital social con derecho a voto de una sociedad cotizada sin realizar previamente una opa. No obstante lo anterior, es posible que como resultado de una fusión, algunos de los accionistas de la sociedad cotizada resulten con un porcentaje de acciones superior al 25%, el cual no tenían previamente. En este caso, el accionista deberá formular una opa *a posteriori* dirigida a los demás accionistas de la sociedad cotizada. No obstante, en estos eventos la oferta se realizará por una cantidad de valores igual a la adquirida en el mencionado proceso de fusión y no por la totalidad de las acciones remanentes.

3.4. El precio de la oferta

Otro elemento relevante en el proceso de ofertas públicas de adquisición es lo relativo a la determinación del precio de la oferta.

Como ya hemos indicado anteriormente, uno de los fundamentos de la oferta pública de adquisición es la de brindar a todos los accionistas la posibilidad de compartir con los propietarios de paquetes importantes la "prima de control" o sobreprecio que se atribuye a las participaciones que permiten controlar una sociedad. Con esa finalidad, la mayoría de regulaciones establecen criterios con el fin de que el oferente pueda determinar el precio de la oferta.

El criterio más común es que el precio de la oferta no pueda ser inferior al precio más elevado que el oferente hubiera pagado por los mismos valores durante un determinado plazo previo al anuncio de la oferta²⁴. De igual forma, es común encontrar que en aquellos casos en los que previamente se haya acordado un precio mayor con ciertos accionistas que pretendan participar en la oferta, el precio a pagar a los demás accionistas tendrá que ser igual.

En el caso de España se aclara que cuando el oferente haya acordado entregar alguna compensación adicional al precio, o cuando se haya pactado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido. De esta forma se busca evitar distorsiones en el cálculo del precio equitativo a pagar.

No obstante lo anterior, en casos de ofertas públicas de adquisición obligatorias diferentes a las generadas por un cambio de control o adquisición de participación

por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción.

24. Por ejemplo, el plazo corresponde a 90 días en Argentina; 3 meses en Colombia; 12 meses en España; 12 meses en Uruguay y 6 meses en Venezuela.

significativa, como lo pueden ser por ejemplo la cancelación del registro en bolsa de la sociedad o la ocurrencia de una compra o venta forzada, el precio ofrecido debe estar normalmente estar justificado con valoraciones independientes²⁵.

3.5. Irrevocabilidad de la oferta

La oferta pública de adquisición debe ser, en términos generales, irrevocable e incondicional. La fundamentación jurídica de la irrevocabilidad de la oferta presentada se encuentra en los principios generales del tráfico bursátil y, en concreto, en el principio de seguridad y certeza de las transacciones de forma que las decisiones de los inversores puedan tomarse sobre la base de la firmeza de la oferta.

No obstante, en el caso de las ofertas públicas voluntarias es posible establecer condiciones tales como la de alcanzar un porcentaje mínimo de aceptaciones, como sucede, por ejemplo, en España. Este tipo de condicionamientos son particularmente comunes en aquellas jurisdicciones que cuentan con regímenes de ofertas públicas de adquisición *a priori*, pues el eventual adquirente puede no estar interesado en adquirir un porcentaje sustancial de valores, si con ello no asegura el control de la sociedad²⁶.

3.6. Garantía de la oferta

El mismo principio citado anteriormente de seguridad y certeza en las transacciones en el mercado bursátil justifica que sea estándar general en las diferentes regulaciones de Iberoamérica que se imponga al oferente la obligación de garantizar su oferta.

Por regla general las opas deben ser previamente autorizadas²⁷ por las autoridades del mercado de valores del respectivo país, o al menos, deben ser puestas en su conocimiento²⁸, pero además con el fin de asegurar que los inversores recibirán la contraprestación ofrecida, generalmente es necesario que el oferente presente una garantía (por ejemplo carta de crédito standby, aval bancario o depósito) que acredite que cuenta con los recursos suficientes para cumplir con la obligación de pago derivada de las aceptaciones que reciba de los destinatarios.

25. RAMIREZ, A., OVALLE, P., "El nuevo régimen de OPAs en Colombia o la protección a los accionistas", *Revista Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*, núm. 24. Pág. 63-69

26. En el caso colombiano es posible fijar porcentajes mínimos a partir de los cuales se entiende que las ofertas públicas de adquisición resultan obligatorias.

27. A manera de ejemplo, Brasil: Artículo 255 A Ley 6404 de 1976; Colombia: D. 2555 de 2010 Art. 6.15.2.1.6; Costa Rica: Art. 107 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; España: Artículo 21 Real Decreto 1066 de 2007; México: Artículo 96 LMV; Uruguay Artículo 254.12 RNMV y Venezuela: Resolución 220-2000, Artículo 7, Numeral 7, Literal c, Artículo 9 y Artículo 23.

28. A manera de ejemplo Chile: Ley 18045 de 1981. Artículo 214.

3.7. Suministro de información a los inversionistas

Con el fin de brindar información suficiente a los destinatarios de la oferta, es común que la respectiva solicitud de autorización o de información sobre el proceso de oferta deba estar acompañada de un folleto informativo. El folleto exigido además de proporcionar a los inversores la información necesaria para que puedan tomar su decisión de acudir o no a la oferta, trata de paliar las asimetrías en la información que surgen entre el órgano de administración de la sociedad adquirida, los accionistas titulares de paquetes significativos, y los accionistas minoritarios. En la medida en que las ofertas públicas de adquisición son procesos que cuentan con el control de las autoridades, el folleto es el principal documento que revisan dichas autoridades.

Además de proporcionar información acerca del oferente, de las personas vinculadas al oferente y de las condiciones de la oferta, es usual que se exija la revelación de acuerdos previos que puedan existir entre el oferente y grupos de accionistas, la sociedad afectada o los administradores de la sociedad afectada²⁹.

3.8. Vigencia de la oferta

Con el fin de que los destinatarios de la oferta puedan analizar suficientemente la información que les es suministrada, sin tener la presión de aceptar o rechazar la oferta inmediatamente, la regla general es que la oferta deba estar vigente durante un tiempo prudencial durante el cual todos los destinatarios puedan aceptarla y sean tratados en igualdad de condiciones.

El tiempo mínimo durante el cual debe estar vigente la oferta, exigido en las diferentes regulaciones de Iberoamérica, oscila entre 15 y 30 días³⁰.

3.9. Papel de los administradores de la sociedad

La Directiva Europea 2004/25/CE requiere de los administradores de una sociedad o cualquier órgano delegado o apoderado del mismo, así como de las sociedades

29. Colombia: Decreto 2555 de 2010. Art. 6.15.2.1.13. En el caso costarricense eso es analizado en MENDEZ P., OCAMPO CHACÓN H., PACHECO ROMERO G., "Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Costarricense", *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, 2008, núm. 24, p. 33.

30. A manera de ejemplo, 30 días en Brasil según Artículo 12 de la Instrucción 361 de 2002 de la CMV; 20 días en Chile, según Ley 18045 de 1981; 15 días en Colombia según el Decreto 2555 de 2010 Art. 6.15.2.1.7; 15 días en Costa Rica según el Art. 119 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; 15 días en España según el Artículo 23 del Real Decreto 1066 de 2007; 20 días en México según Artículos 97 y 98 de la LMV; 30 días en Panamá según Artículo 16 del Acuerdo 7 de 2001; 30 días en Uruguay según Artículo 254.15 del RNMV y 20 días en Venezuela según Resolución 220-2000, Artículo 8.

pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y las personas concertadas con las anteriores, que no realicen actuaciones que puedan impedir el éxito de una oferta de adquisición realizada por un tercero a los accionistas. Dicha limitación en su actuación comienza desde el momento mismo en que se anuncia públicamente una oferta pública de adquisición sobre la sociedad, manteniéndose hasta la publicación del resultado de la oferta. Se trata del denominado deber de pasividad.

En teoría, los administradores de la sociedad afectada, por su especialización, son los actores más capacitados para decidir y negociar en interés de los accionistas, conforme les obliga la ley, por ser quienes conocen los entresijos y la información interna sobre el valor de la sociedad. No obstante, como ya hemos apuntado, el conflicto de intereses que se puede presentar a los administradores es muy relevante si nos atenemos a las siguientes consideraciones:

- i) En numerosas ocasiones, la justificación que sustenta la oferta pública de adquisición por un valor superior al de cotización, es el cambio en el plan de negocios y en el equipo gestor.
- ii) La independencia de los administradores para luchar a favor de los intereses de los accionistas, como puede ser optar por una oferta económicamente ventajosa, se ve significativamente amenazada si aceptarla conlleva el riesgo de cese de sus cargos.

Por ello, el ordenamiento europeo, siguiendo el sistema inglés, considera este deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada como la solución más eficiente ante una opa, toda vez que al evitar interferencias, defiende los intereses de los inversores y, en general, un funcionamiento eficiente de los mercados.

Es común encontrar que en diversas regulaciones en Iberoamérica se establezcan limitaciones a las actuaciones que pueden iniciar los administradores durante el periodo de vigencia de la oferta, en la medida en que dichas actuaciones pueden impedir el éxito de la misma. Algunas de estas restricciones comprenden la imposibilidad de iniciar operaciones sobre los valores afectados con la oferta; emitir valores y enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.

Por otra parte, de acuerdo con la Directiva Europea³¹, que ha sido adoptada internamente en el caso de España y Portugal, los administradores podrán tomar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta, si cuentan previamente con autorización de la junta general de accionistas, o salvo que adelanten la búsqueda de otra oferta.

31. Directiva 2004/25/CE Art. 9

Esto hace que dichos países se aparten de la tendencia general establecida en los demás países de Iberoamérica.

De forma general se ha establecido en las regulaciones de Iberoamérica un rol pasivo para los administradores de la sociedad ante un evento de toma de control. Esto contrasta con la solución activa prevista por algunas cortes norteamericanas, las cuales han definido diferentes estándares de análisis aplicables a la conducta activa que demuestre la administración, ante una toma de control. Así, bajo el estándar de análisis del caso *Unocal*³², se ha considerado que en ciertas circunstancias la administración cumple adecuadamente con sus deberes fiduciarios cuando toma medidas defensivas activas para mantener la independencia de la sociedad. Esto ocurre cuando la administración considere que la oferta hostil constituye una amenaza para la política corporativa y para los intereses de los accionistas, por lo cual la administración tiene las facultades y el deber de interponerse entre el oferente y los accionistas, y cuando lo considere necesario, adoptar medidas defensivas proporcionales frente a dicha amenaza³³. Igualmente, la Corte Suprema del Estado de Delaware ha considerado bajo el estándar *Revlon*³⁴, que como respuesta a una toma hostil de control, el deber fiduciario de los administradores de la sociedad involucra vender la sociedad al oferente que ofrezca a los accionistas el mejor precio posible disponible. Por lo anterior, esto propende igualmente por una conducta activa en la búsqueda de mejores ofertas.

En las regulaciones iberoamericanas, distintas de España y Portugal, no es usual encontrar reglas sobre medidas defensivas, lo que puede, en parte, explicarse por la alta concentración de propiedad de las sociedades cotizadas que motiva que, no resulten frecuentes las adquisiciones hostiles del control de una sociedad cotizada.

No obstante, sí resulta frecuente en las regulaciones iberoamericanas que se exija a los administradores de la sociedad sobre la cual recae la oferta, que se pronuncien en relación con la oferta vigente, en un informe que recoge la opinión de los administradores sobre el posible impacto de la oferta en la sociedad³⁵.

32. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

33. ARMOUR J., JACOBS J., MILHAUPT C. "The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework". Vol. 52, No. 1. 2001, p. 243.

34. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 175-79 (Del. 1986).

35. A manera de ejemplo, Chile, según Artículo 207 c de la Ley 18045 de 1981; Costa Rica según el Art. 117 de Reglamento sobre Oferta Pública de Valores; España según el Artículo 24 del Real Decreto 1066 de 2007; México según Artículo 101 de la LMV; Panamá según Artículo 17 del Acuerdo 7 de 2001; Perú según Artículo 15 de la ROPA; Portugal según el Código de Valores Mobiliarios; Uruguay según Artículo 254.16 del RNMV y Venezuela según Resolución 220-2000, Artículo 12.

3.10. Ofertas competidoras

Las diferentes regulaciones iberoamericanas prevén normalmente disposiciones relativas a la formulación de ofertas competidoras que puedan presentarse mientras existe aún una primera oferta cuyo plazo de aceptación no ha finalizado.

Las ofertas competidoras tienen que ser formuladas durante un plazo determinado antes de la finalización del periodo de aceptación de la primera oferta y deben mejorar la primera oferta de alguna forma, bien sea aumentando el precio o el número de valores sobre el cual se formula.

Como regla general encontramos que existe una escasa regulación sobre la posibilidad de establecer desincentivos a las ofertas competidoras.

En el caso español se ha regulado en mayor detalle este aspecto. Así, en primer lugar, los administradores de la sociedad afectada tienen la obligación de dar un trato igualitario a todos los potenciales oferentes y particularmente se indica que este trato equitativo se extiende al suministro de información no pública de la sociedad afectada³⁶. Por otra parte, la norma española establece un límite a las comisiones que puede llegar a pactar la sociedad con un oferente en caso de que la oferta no prospere, quedando limitados dichos gastos al 1% del importe total efectivo de la oferta y buscan resarcir los gastos incurridos en la preparación de dicha oferta. Dicha comisión solamente puede pactarse con el primer oferente del respectivo proceso, debe ser aprobada por el consejo de administración con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad, y debe detallarse en el folleto informativo de la oferta.

En Costa Rica la ausencia de regulación en la materia ha resultado particularmente importante, dado que esto propició un pronunciamiento del órgano regulador en relación con los temas de revelación de información e indemnizaciones por ofertas posteriores³⁷. En ese caso específico la empresa afectada había acordado entregar al oferente toda la información que pudiera requerir, así como no permitir el acceso a dicha información a terceros con el fin de realizar una oferta competidora. Si bien la normativa costarricense no cuenta con disposiciones sobre el trato igualitario entre oferentes, la Superintendencia General de Valores de ese país que tiene la obligación de velar por la libre competencia en los mercados de valores, consideró que dichos pactos resultaban inaceptables a la luz de la normativa local.

36. Artículo 46 del Real Decreto 1066 de 2007

37. Óp. cit. "Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Costarricense" p.34

Adicionalmente, el acuerdo celebrado entre la empresa afectada y el oferente establecía una comisión de terminación bastante alta, la cual desincentivaba a posibles oferentes. En el análisis llevado a cabo por la autoridad local se estudió la legislación comparada y se consideró que si bien la regulación no limitaba el establecimiento de comisiones de terminación y restitución de gastos, debido al excesivo importe de la sanción pactada, el monto acordado no tenía como finalidad la retribución de los gastos incurridos con ocasión de la presentación de la oferta, sino que se constituía en un blindaje frente a posibles ofertas posteriores y por lo tanto resultaba contrario a la libre competencia.

En conclusión, si bien en algunos casos se han presentado controversias sobre el alcance de pactos que puedan afectar a ofertas competidoras, es limitada la regulación respecto de los límites a estos acuerdos.

3.11. Ventas y compras forzadas (*squeeze-out* y *sell-out*)

Un tema mucho más decantado en los países europeos, pero poco regulado en Iberoamérica³⁸, es el que tiene que ver con las ventas y compras forzadas de acciones de compañías cotizadas.

En algunas jurisdicciones está contemplado que quien hubiera formulado una oferta pública de adquisición obligatoria podrá, una vez liquidada la misma, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta, su venta forzosa a un precio equitativo. Este tipo de operaciones de ventas forzadas son comúnmente conocidas bajo la denominación inglesa de *squeeze-out*. Esta medida de cierre trata de evitar que una minoría de accionistas pueda aprovecharse de su posición de "últimos minoritarios" y tratar de obtener, a su vez, un precio mayor por la venta de sus acciones al accionista mayoritario, o entorpecer, antieconómicamente, la eficiencia del mercado de control societario. Normalmente en estos casos el oferente estará interesado en alcanzar el 100% del accionariado y excluir a la sociedad de cotización.

De la misma forma, los accionistas minoritarios tienen usualmente un derecho que actúa como contrapartida del anterior. Este consiste en que, bajos ciertos eventos, los accionistas que resulten con una participación muy reducida en la sociedad pueden exigir al accionista mayoritario que formule una oferta de compra por la totalidad del capital flotante remanente. Este tipo de operaciones de compras forzadas son

38. En Argentina, el Régimen de participaciones residuales se regula en los arts. 91 a 96 de la Ley 26.831. En Brasil ver Ley 6404, art. 48-5 e Instrucción 361 art. 10.2. Chile Vid, art. 199 bis de la Ley 20.382. En España la regulación se detalla en el art. 47 y SS. del RD 1066 de 2007.

comúnmente conocidas bajo la denominación inglesa de *sell-out* y buscan dar al accionista minoritario la oportunidad de retirarse en aquellos eventos en los cuales existe una gran concentración de la propiedad, limitando no solo la liquidez del título sino que como consecuencia de su reducida participación, no tenga opción de lograr una injerencia relevante en las decisiones de la sociedad.

En este sentido, gracias a la implementación de la Directiva 2004/25, tanto España³⁹ como Portugal⁴⁰ han permitido que se apliquen las figuras del *squeeze-out*, y *sell-out*. En el caso español es posible optar por una u otra siempre que, tras una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad de los accionistas, el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada y que la misma hubiere sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido. En este caso el accionista mayoritario podrá exigir a los restantes titulares la venta forzosa de sus acciones a un precio equitativo. Igualmente, cumplidos los anteriores requisitos, cualquiera de los accionistas podrá exigir al oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio.

A nivel europeo, la Directiva 2004/25 requiere que los estados miembros adopten este tipo de medidas estableciendo el porcentaje mínimo de aplicación entre el 90% (como es el caso de España, Portugal e Inglaterra) y el 95% (como en el caso de Francia, Alemania, Holanda e Italia)⁴¹. Sin embargo, este tipo de medidas no han sido consagradas en la mayoría de regulaciones iberoamericanas, ya que de la muestra recogida, sólo 3 estados otorgan esta posibilidad⁴².

Brasil⁴³ permite que en las opas por exclusión se aplique la figura del *squeeze-out* cuando, después de realizada la oferta quede un capital desconcentrado del 5%. Así mismo, permite para todo tipo de opas, a excepción de la oferta pública de adquisición por toma de control, la aplicación del *sell-out*, siempre y cuando el oferente adquiera durante la oferta pública de adquisición más de 2/3 de la sociedad. Por otro lado, Argentina⁴⁴ establece la posibilidad de aplicar una y otra figura cuando una sociedad quede bajo control de un accionista que tenga al menos el 90% de las acciones autorizadas para ser negociadas mediante oferta pública.

39. España: Real Decreto 1066 de 2007. Artículo 47.

40. Código de Valores Mobiliarios. Artículo 194

41. Global Guide. The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions 2013 8th Edition. United Kingdom 2013. p. 2.

42. Argentina y Brasil contemplan medidas que permiten el *squeeze-out*, mientras que estos mismos países y adicionalmente Colombia contemplan medidas de *sell-out*.

43. Ley 6404 de 1967. Artículo 4§5 y Instrucción 361 de 2002 Artículo 10 Parágrafo 2.

44. Ley 26831 de Mercado de Capitales. Artículo 91

El caso de Colombia es bastante particular. Por un lado, prevé el *sell-out* cuando un socio adquiera al menos el 90% del capital con derecho a voto de una sociedad cotizada, en cuyo caso, los accionistas minoritarios que representen al menos el 1% de las acciones en circulación podrán exigirle que formule una oferta por los valores restantes⁴⁵.

Por otra parte, el artículo 70 de la ley 510 de 1999, previó una forma de *squeeze-out*, al establecer que las acciones de una sociedad cotizada, respecto de las cuales no se hubiesen ejercido, durante un término de 20 años, ninguno de los derechos consagrados en la ley o en los estatutos sociales; podrían ser objeto de readquisición por parte de la sociedad, previa aprobación de la asamblea de accionistas. En estos casos, el precio de readquisición se establecería según el valor patrimonial de la sociedad al último ejercicio contable y dicho precio se consignaría por la sociedad a favor del accionista. Como se observa, esta particular forma de se generaba no en razón de la reducción del capital flotante, sino como consecuencia de la inactividad del accionista.

La norma fue demandada y mediante sentencia C 133 de 2009 la Corte Constitucional de Colombia consideró que dicho artículo era contrario a los principios constitucionales de la propiedad y del debido proceso, retirándolo de la legislación Colombiana. Al analizar la decisión se encuentra que la Corte Constitucional evaluó este tipo de procedimientos bajo una óptica de expropiación privada y por lo tanto su decisión se basó en dos argumentos principales: El primero de ellos es que la propiedad constituye un derecho de rango constitucional, que además de tener atribuciones propias tales como el derecho de uso y disposición, tiene la característica de ser perpetuo. La Corte consideró que de acuerdo con la Constitución colombiana, no es posible permitir que una asamblea de accionistas, y no una autoridad judicial, prive a un accionista inactivo de su derecho de propiedad sobre sus acciones. En segundo lugar, la Corte Constitucional de Colombia consideró que dado que la norma no otorgaba al accionista ningún mecanismo para oponerse a la readquisición de sus acciones, ni a refutar el precio de venta, se limitaba el derecho al debido proceso que éste debería tener para defender sus derechos económicos afectados.

En conclusión, se puede afirmar que si bien estas medidas son comunes en Europa, en Iberoamérica no han sido ampliamente desarrolladas. No obstante, desde un punto de vista de la eficiencia del mercado de toma de control resulta conveniente poder consagrar estas disposiciones en la medida en que benefician tanto al adquirente como a los accionistas minoritarios.

45. Decreto Único 2555 de 2010. Artículo 6.15.2.1.23

■ 4. ESTÁNDARES Y RECOMENDACIONES

Como resultado de la revisión de las diferentes regulaciones en Iberoamérica podemos concluir que existen reglas generales presentes en la mayoría de países. Estas pueden servir de referencia para aquellos países, que aún no han adoptado disposiciones similares. De igual forma, en algunos casos se observa que la regla general es que los países Iberoamericanos tienen vacíos regulatorios respecto de aspectos que pueden dinamizar el mercado de adquisiciones, por lo que es importante observar la experiencia de otros países, con el fin de buscar mejoras en la regulación local.

4.1. Existencia de regulación en materia de opas

Por regla general las legislaciones Iberoamericanas cuentan con una regulación aplicable a las tomas de control de sociedades cotizadas, aunque existen casos en los que no se ha regulado la materia, por lo que los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas no cuentan con una protección adecuada.

4.2. Regímenes de opas *a priori* y *a posteriori*

A pesar de que el estándar ibérico sigue la Directiva Europea que prevé un sistema de opas obligatorias *a posteriori*, la tendencia mayoritaria en Iberoamérica mantiene un régimen de opas obligatorias *a priori*.

Cada uno de estos regímenes tiene bondades particulares, no obstante lo anterior, el régimen de opas *a posteriori* parece otorgar una mayor eficiencia en el proceso de toma de control al no limitar de forma previa la adquisición de la participación mayoritaria o relevante. Este régimen se puede combinar igualmente con un esquema de ofertas públicas voluntarias *a priori*, de forma tal que, según resulte conveniente, los potenciales adquirentes puedan aprovechar una mayor flexibilidad en la determinación de precio de la oferta, así como la posibilidad de fijar requisitos a los que dicha oferta pueda estar condicionada.

4.3. Actuación de los administradores

El papel de los administradores de la sociedad afectada durante el plazo de vigencia de la oferta es de gran relevancia, no sólo por la conducta que deben tener en la administración de la sociedad y la forma en que esto puede interferir con la oferta, sino también porque dado su conocimiento particular de la situación de la sociedad, resulta valioso para los accionistas conocer su opinión sobre la oferta.

No es uniforme la regulación en los países de Iberoamérica respecto de la conducta que deben desarrollar los administradores, por lo que resulta conveniente reforzar el principio del deber de pasividad que deben mantener, si bien permitiendo que puedan buscar mejores ofertas en beneficio de los accionistas.

Por otra parte, aunque actualmente es la regla general en los países de Iberoamérica, no en todas las regulaciones se exige que los administradores se pronuncien frente a las opas en curso.

4.4. Ofertas competidoras

Se observan vacíos en la regulación iberoamericana en lo relativo a la igualdad de trato frente a ofertas competidoras y límites a conductas o acuerdos que puedan limitar la formulación y éxito de dichas ofertas competidoras.

4.5. Compras y ventas forzadas

Por regla general las regulaciones iberoamericanas no contemplan la posibilidad de establecer compras o ventas forzadas en aquellos eventos en los que se presente una alta concentración de la participación accionaria en una sociedad cotizada. Estas previsiones resultan útiles en la medida en que permiten dinamizar el mercado de tomas de control y protegen intereses tanto de los oferentes como de los accionistas minoritarios.