

Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las excepciones a la realización de la oferta pública de adquisición

**Unidad
Proyección
Normativa
Estudios
Regulación
Financiera - URF**

Bogotá – Colombia
diciembre de 2023

**de
y
de**

Carlos Andrés Cubillos
Subdirector

Mariana Aya
Asesora

Henry Alexander Guerrero
Asesor

Palabras Clave:

**OPA, intercambio,
concentración
accionaria**

Documento técnico



Resumen

El presente documento técnico y la propuesta normativa que lo acompaña presenta de manera general la justificación técnica y legal de una modificación a la regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición.

El documento realiza un análisis del contexto local relacionado con el mercado de capitales, la evolución de las ofertas públicas de adquisición que se han realizado en los últimos años en el país y la regulación vigente contenida en el Decreto 2555 de 2010, en la cual se establece el procedimiento para su realización.

Así mismo, se revisan diferentes jurisdicciones que incorporan excepciones a la realización de operaciones de ofertas públicas y se establece la necesidad regulatoria y unas conclusiones sobre el particular.

Bajo este contexto, se ajusta la regulación de OPA en Colombia, permitiendo una nueva excepción relacionada con operaciones de intercambio de activos entre accionistas con influencia significativa en emisores del mercado colombiano, lo anterior buscando eficiencias operativas en las entidades participes, solución de conflictos en corto plazo, definición de nuevos esquemas de gobierno corporativo, protección de los inversionistas minoritarios, entre otras.

Así mismo, es importante promover un trato equitativo para los accionistas que no participan en operaciones de intercambio complementarias a la OPA, estableciendo un mecanismo de salida en los mismos términos de precios (incluida la prima de control) y otras condiciones a la operación inicial y que se puede originar en el evento de un cambio de control entre los accionistas que participan en el intercambio.

Contenido

Resumen	2
1. Introducción	4
2. Contexto Colombiano	6
2.1. Concentración accionaria	9
2.2. Necesidad regulatoria	11
3. Justificaciones técnicas y modificación propuesta	11
4. Alternativas regulatorias y conclusiones	14
5. Bibliografía	16

1. Introducción

Las ofertas públicas de adquisición – en adelante OPAs- se definen de manera general como operaciones y procedimientos en los cuales un (os) comprador (es) ofrecen a los accionistas de sociedades inscritas en bolsas de valores, la compra de una cantidad determinada de acciones a cambio de un precio determinado. La realización de estas operaciones por parte de posibles adquirente se fundamenta en posibilidades de expansión, crecimiento y diversificación, aumento de participación en el mercado, maximización del valor para los accionistas, entre otros.

En los últimos años, se han realizado diferentes OPAs en el mercado colombiano, buscando que inversionistas puedan adquirir un paquete importante de acciones de compañías listadas en bolsa, permitiendo en determinados casos el control de las compañías o su desliste de los mercados públicos, adicionalmente las OPAs permiten que los inversionistas minoritarios vendan sus acciones a precios acordes con sus intereses particulares y en la mayor de las veces a precios superiores a los de mercado, por las primas de control ofrecidas por los adquirentes.

La regulación colombiana establece un procedimiento general para la realización de las OPAs, buscando que los inversionistas estén informados del avance del proceso, la negociación y los plazos y precios ofrecidos por los potenciales adquirentes de las acciones, y estos últimos sepan como solicitar la autorización y adelantar paso a paso la oferta.

Adicional a lo anterior, existe una serie de eventos en los cuales se establecen excepciones a la

realización de OPAs originados en razón del interés público o general o en aspectos propios de la negociación realizada por las sociedades listadas.

De la misma manera, la revisión de jurisprudencia comparada permite el establecimiento de excepciones a la realización de OPA con el fin de reconocer aspectos particulares de las economías, dar flexibilidad a su realización y responder de forma ágil y eficiente a eventos, sin perder de vista la protección de los accionistas minoritarios.

Así las cosas, la propuesta normativa busca establecer una excepción a la realización de OPA en el caso de intercambio de acciones por parte de accionistas que no posean el control¹, esto es más del 50%, pero que tengan influencia significativa² en dos o más acciones listadas en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en la bolsa de valores.

Adicional a lo anterior y en caso de la realización de operaciones de intercambio a la OPA, como la permuta, se establece la necesidad de la realización de una OPA para los inversionistas minoritarios que no participaron en la misma, en idénticas condiciones a las llevadas a cabo en la operación inicial, lo anterior buscando un trato equitativo o equivalente para todos los inversionistas de la sociedad sujeta a la operación.

¹ Un accionista es controlante cuando se cuente de manera directa o indirecta del más del 50% de las acciones ordinarias con derecho a voto.

² De acuerdo con la NIC 28 se tiene influencia significativa por parte de los accionistas cuando se cuenta con más del 20% del derecho a voto sin ser accionista controlante, es decir cuentan con un porcentaje del 20% al 50% de las acciones con derecho al voto.

2. Contexto Colombiano

En esta sección del documento se presentará de manera resumida la regulación vigente sobre las OPAs y los eventos que no generan su realización, así como algunas cifras y contexto del mercado de capitales colombiano y los impactos de la realización de OPA en el mismo.

La regulación de las OPAs en el país está definida en el título 2 del libro 15 de la parte 6 del Decreto 2555 de 2010, en el cual se establece el marco general para la realización de una OPA en el mercado de valores colombiano y, en ese sentido, se establecen los eventos generales para su realización, así como los eventos que no generan la necesidad de realizar dicha operación.

Así mismo, se establece un procedimiento relacionado con la autorización, los destinatarios, las contraprestaciones originadas, precios, garantías, avisos de la oferta, concurrencia de ofertas, entre otros aspectos.

En materia de los eventos que no generan oferta pública, el artículo 6.15.2.1.2 señala lo siguiente:

"No se efectuará una oferta pública de adquisición en los siguientes eventos:

1. Cuando medie aceptación expresa y por escrito del cien por ciento (100%) de los tenedores del capital con derecho a voto de la sociedad cuyas acciones se van a adquirir, en el sentido de que la operación de venta o intercambio de los valores se realice directamente entre el adquirente o adquirentes y enajenante o enajenantes interesados.

2. Cuando la calidad de beneficiario real se obtenga mediante la participación en una oferta que se haga a raíz de un proceso de privatización.

3. Cuando la sociedad readquiera sus propias acciones.

4. Cuando la sociedad emita capital con derecho a voto

5. Cuando se capitalicen acreencias.

6. Cuando la persona se convierta en beneficiario real del capital con derecho a voto de la sociedad, en virtud de cualquiera de los siguientes actos:

a. Donación.

b. Adjudicación por sucesión.

c. Adjudicación por orden judicial.

d. Adjudicación por liquidación de persona jurídica.

e. Adjudicación por liquidación de sociedad conyugal.

f. Dación en pago, siempre y cuando verse sobre obligaciones que hayan nacido con por lo menos un año de anticipación, las mismas se encuentren vencidas y se acredite ante la Superintendencia Financiera de Colombia la incapacidad del deudor para cumplir con tales obligaciones en los términos inicialmente convenidos.”

Estos eventos responden a situaciones específicas en los que se permite que los accionistas puedan obtener participaciones superiores al 25% sin la realización de la oferta pública de adquisición.

De otra parte y en lo que respecta al mercado de capitales en Colombia, en los últimos años se han presentado OPAs encaminadas a obtener el control de entidades listadas en bolsa u obtener la participación total y su posterior desliste de la bolsa. Como presenta el gráfico 1., según cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia - SFC, en los últimos dieciocho años se han realizado en Colombia en promedio cinco OPAs anualmente y la cantidad de OPAs en este periodo describe una tendencia decreciente, a excepción de momentos en los cuales se ha dado concentración de transacciones sobre unos pocos emisores (2007, 2016 y 2022).

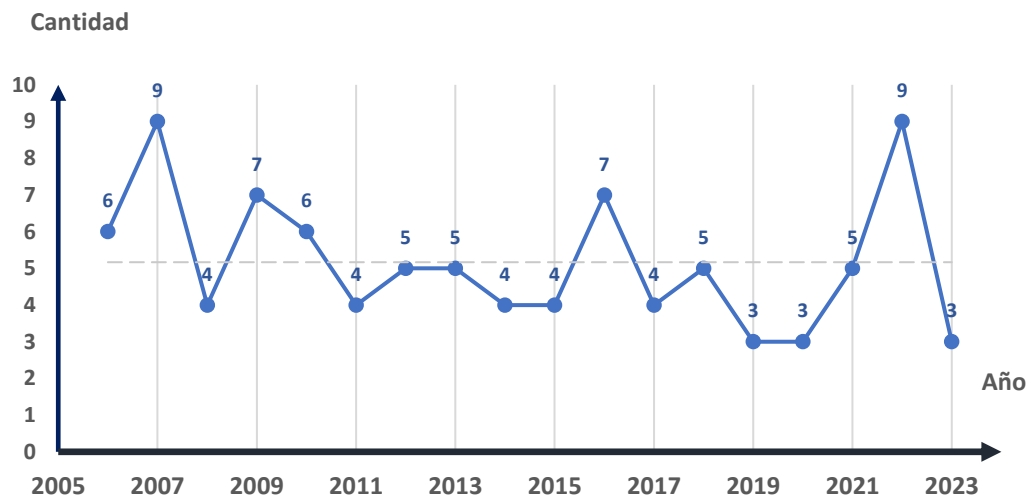


Gráfico 1. Cantidad de OPAs 2006-2023, cifras SFC

% del número total de acciones / total circulante		
Periodo	Mínimo	Máximo
18 años	9,22%	31,62%
10 años	11,01%	31,37%
5 años	12,99%	100,00%

Si bien la tendencia mencionada sugiere qué históricamente en Colombia el uso de la OPA pudo reducirse, las participaciones accionarias pretendidas en las transacciones muestran qué con el tiempo la OPA se ha utilizado con el propósito de obtener participaciones accionarias cada vez más grandes, así, los límites máximos y mínimos de las participaciones pretendidas en las transacciones se han incrementado en el tiempo, evidenciando que el interés de adquirir participaciones accionarias

relevantes mediante OPA ha crecido en el tiempo y presentando a la OPA como mecanismo para la búsqueda de control (Tabla 1).

Tabla 1. Promedio de límites de participaciones ofertadas en OPA, cifras SFC

En concordancia con esta evidencia, la distribución de los límites máximos de participación accionaria pretendidos en las OPAs en Colombia, para distintos periodos de tiempo, muestran que la transacción se ha utilizado mayoritariamente como mecanismo de adquisición de grandes porcentajes de acciones, en contraste con la posibilidad que ofrece para simplemente ampliar participaciones accionarias relevantes ya existentes, siendo los porcentajes máximos de participación respecto al circulante más frecuentes aquellos entre el 0 y el 25% y entre 25% y 50%.

18 años			10 años			5 años		
% Máximo	Cantidad	Participación	% Máximo	Cantidad	Participación	% Máximo	Cantidad	Participación
0-25%	53	56%	0-25%	27	57%	0-25%	12	52%
25%-50%	23	24%	25%-50%	12	26%	25%-50%	6	26%
50%-75%	5	5%	50%-75%	1	2%	50%-75%	1	4%
75%-100%	13	14%	75%-100%	7	15%	75%-100%	4	17%

Tabla 2. Distribución de límites máximos de participación accionaria ofertados en OPA, cifras SFC

2.1. Concentración accionaria

Como se ha visto hasta el momento, la OPA permite la adquisición de un porcentaje significativo de acciones en un único momento que, gracias a los mecanismos de divulgación de información de la oferta, los cuales propician una participación abierta de múltiples accionistas, y a las provisiones de la regulación para su ejecución, se presume como una transacción plenamente eficiente y equitativa, tanto para el adquirente de acciones a través de OPA, como para los vendedores de estas. No obstante, elementos como la baja liquidez de las acciones, la

concentración accionaria, las barreras de entrada a los mercados y los requisitos y procesos para ejecución desalineados con los costos de oportunidad y expectativas de mercado de las partes intervinientes en la transacción, pueden actuar como atenuantes a los beneficios previstos con la ejecución de OPAs.

En particular, la concentración accionaria significativa en posiciones estructurales y de largo plazo puede colocar de manifiesto una circunstancia en la cual posibles oferentes de OPA podrían encontrar limitaciones para alcanzar las participaciones accionarias deseadas por el desinterés de los posibles vendedores que pueden tener horizontes de inversión de largo plazo, ser pocos, o carecer de incentivos bajo el proceso de OPA para el desmonte pleno de sus inversiones estructurales. Bajo esta perspectiva, la concentración accionaria expone una circunstancia bajo la cual las condiciones del mercado y de las concentraciones accionarias, propias de los emisores, motivarían la incorporación de mecanismos transaccionales complementarios a la OPA que permitan la celebración de intercambios de propiedad significativa entre accionistas.

En concordancia, este estudio analizó la concentración accionaria de 59 emisores de valores colombianos con acciones ordinarias registradas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE e inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia S.A., encontrando, según cifras de la SFC para junio de 2023, que en promedio el 50% de la participación accionaria ordinaria de estos emisores estaba concentrada en promedio en 3 accionistas, que para el 61% de estos emisores el 50% de las acciones ordinarias se concentraban en 2 o menos accionistas, y que el 32% de esos mismos emisores

presentaba accionistas ordinarios con participaciones entre 25% y 50% del capital ordinario total del emisor.

2.2. Necesidad regulatoria

Al reconocer la evolución de la OPA en el mercado de capitales colombiano, que ha sido usada como mecanismo principalmente de adquisición de participaciones accionarias relevantes en contraposición a la ampliación de la participación accionaria, donde además coincide la concentración del mercado descrita en la sección 2.1, con la evidencia de un volumen no depreciable de OPAs con intención de adquisición de porcentajes de participación respecto a capital circulante entre 25% y 50% (alrededor del 25% de las transacciones); se motiva el estudio de posibilidades regulatorias que complementen la regulación vigente que consideren mecanismos a través de los cuales se propicie la efectividad de los intercambios de propiedad en emisores con concentración accionaria, se responda a las realidades actuales del mercado de capitales colombiano y, ante todo, se reconozcan las necesidades de los accionistas minoritarios que ante la circunstancia de concentración accionaria tendrán menor poder de negociación ante cualquier evento de intercambio de propiedad entre inversionistas mayoritarios.

3. Justificaciones técnicas y modificación propuesta

La existencia de mecanismos transaccionales complementarios a las OPAs, como es el caso de las excepciones a la realización de ofertas públicas de

adquisición, no es un caso único de la regulación colombiana ya que en otras jurisdicciones también podemos encontrar eventos que no generan su realización.

Para el caso de la Comunidad Europea, la Directiva 2004/25/CE, concede amplia libertad a los Estados miembros para que opten por el sistema de exención de OPA que más les convenga, y señala de manera expresa que “para ser eficaz, la normativa sobre ofertas públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo, y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación”³.

En dicha norma se establece adicionalmente que:

“Siempre y cuando se respeten los principios generales contemplados en el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros, en las normas que establezcan o introduzcan en aplicación de la presente Directiva, podrán establecer excepciones a dichas normas mediante:

- i) la inclusión de dichas excepciones en sus normativas nacionales, con el fin de tener en cuenta las circunstancias determinadas a nivel nacional, y/o
- ii) la concesión a sus autoridades supervisoras, cuando sean competentes para ello, de la facultad de inhibirse de la aplicación de dichas normativas nacionales con el fin de tener en cuenta las circunstancias contempladas en el inciso i), u otras circunstancias específicas,

³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=LV>

siendo necesaria en este último caso una decisión motivada.”

En este sentido la norma europea prevé la necesidad de ser flexibles con el objetivo de poder adaptarse a las necesidades del mercado y de la economía que vayan surgiendo.

En el caso de España, la Ley 1066 de 2007⁴, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores, contiene una serie de supuestos de excepción los cuales obedecen, por lo común, o bien a razones de interés público o general, o bien a razones que hacen innecesaria la protección de los intereses privados de los accionistas que la OPA pretende proteger (tanto si se considera ésta como un mecanismo que pretende garantizar el reparto de la prima de control como si se considera que es un mecanismo de salida a favor de los accionistas en caso de cambio de control)⁵.

En el caso de España las excepciones se relacionan con supuestos de interés público o general o eventos que no hacen necesario la protección de los intereses privados de los accionistas.

Bajo este contexto, se considera importante ajustar la regulación de OPA en Colombia, permitiendo mecanismos transaccionales complementarios, específicamente operaciones de intercambio de acciones entre accionistas con influencia significativa en emisores del mercado colombiano, lo anterior buscando eficiencias operativas en las entidades participantes, solución de conflictos en corto plazo, definición de nuevos esquemas de gobierno corporativo, protección de los inversionistas

⁴ <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>

⁵ Carlos de Cárdenas Smith. “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”

minoritarios, reactivación de la negociación del flotante en el mercado secundario, entre otras.

Adicional a lo anterior, es importante igualmente promover un trato equitativo para los accionistas que no participan en mecanismos transaccionales alternativos como puede ser una operación de permuta alternativa a una OPA, estableciendo un mecanismo de salida en los mismos términos de precios (incluida la prima de control) y otras condiciones a la operación inicial y que se relacionan al evento de un cambio de control entre los accionistas que participan en el intercambio.

En esta medida se busca equilibrar los intereses de los diferentes participantes de la operación permitiendo la realización de una operación de permuta de manera ágil, efectiva y acorde a las condiciones propias de la negociación y del rápido cambio en las condiciones del mercado y la protección de los inversionistas que no participan en el intercambio, quienes pueden acceder a las mismas condiciones de dicha operación, esto es a un precio acorde con la prima de control pagada por accionistas mayoritarios y con otras condiciones establecidas.

4. Alternativas regulatorias y conclusiones

En las secciones anteriores se analizó la necesidad regulatoria relacionada con el establecimiento de una excepción adicional a la realización de la OPA en el caso de permuta entre accionistas de 2 o más emisores listados y el trato equitativo para los inversionistas que no participen en dicha operación

igualando las condiciones de precio y demás de la operación original.

Analizada la propuesta regulatoria en mesas de trabajo con el Viceministerio Técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el despacho del Ministro de Hacienda y la Superintendencia Financiera de Colombia, se concluyó la necesidad de adelantar el ajuste propuesto.

El establecimiento de condiciones ágiles, rápidas y eficientes para la ejecución efectiva de intercambios de propiedad, unido con mecanismos de salida que equiparen a los diferentes tipos de inversionistas, respeten precios y primas de control, son elementos esenciales de la propuesta normativa que acompaña el presente documento.

5. Bibliografía

- Arango Velasco Jorge. Guía jurídica para entender las OPA
- Carlos de Cárdenas Smith. "Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control"
- Decreto 2555 de 2010.
- Decreto 2420 de 2015 – *Decreto Único Reglamentario de las Normas de Contabilidad, de Información Financiera y de Aseguramiento de la Información.*
- Directiva 2004/25/CE
- Ley 1066 de 2007 España
- Melo, Orozco y Parra. Ofertas públicas de adquisición y su efecto sobre las rentabilidades en el mercado accionario: el caso de NUTRESA y SURA en Colombia. Borradores de Economía número 1195 de 2022
- Superintendencia Financiera de Colombia - SFC. Información histórica Ofertas Públicas de Adquisición en Colombia y participaciones accionarias de emisores listados.