

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**

**de
y
de**

Carlos Andrés Cubillos
Subdirector

Mariana Aya
Asesora

Henry Alexander Guerrero
Asesor

Palabras Clave:

**OPA, intercambio,
concentración
accionaria**

Bogotá – Colombia
Enero de 2024

Documento técnico



Resumen

El presente documento técnico y la propuesta normativa que lo acompañó 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, atención de conflictos de interés, 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 las mencionadas operaciones de intercambio, determinando un mecanismo de salida, oferta pública de adquisición para los minoritarios, en el cual su precio mínimo sea el del intercambio (incluyendo la prima de control) y se mantengan las demás condiciones de la operación inicial.

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	12
4. Alternativas regulatorias y conclusiones	15
5. Comentarios	15
6. Bibliografía	18

1. Introducción

Las ofertas públicas de adquisición – en adelante OPA- se definen de manera general como operaciones y procedimientos en los cuales un (os) comprador (es) ofrece 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 OPA 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 OPA permiten que los inversionistas minoritarios vendan sus acciones a precios acordes con sus intereses particulares y en la mayoría 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 OPA, buscando que los inversionistas estén informados del avance del proceso, la negociación, los plazos y los precios ofrecidos por los potenciales adquirentes de las acciones, y que 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 OPA, originados en razón del interés público o en aspectos propios de la negociación realizada por las sociedades listadas.

De la misma manera, la revisión de la normativa 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 nueva excepción a la realización de OPA en el caso de intercambio de acciones por parte de accionistas que no posean el control¹, 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, contrato de permuta, se establece la obligación para los inversionistas mayoritarios de solicitar autorización para la realización de una OPA para la totalidad de los inversionistas minoritarios que no participaron en la misma, en la cual su precio mínimo sea el de la permuta (incluyendo la prima de control) y se mantengan las demás condiciones de la operación inicial.

¹ Un accionista es controlante cuando sea propietario de manera directa o indirecta de 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 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 OPA 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 realizarla.

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 OPA 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 (18) años se han realizado en Colombia en promedio cinco OPA anualmente y la cantidad de OPA 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).

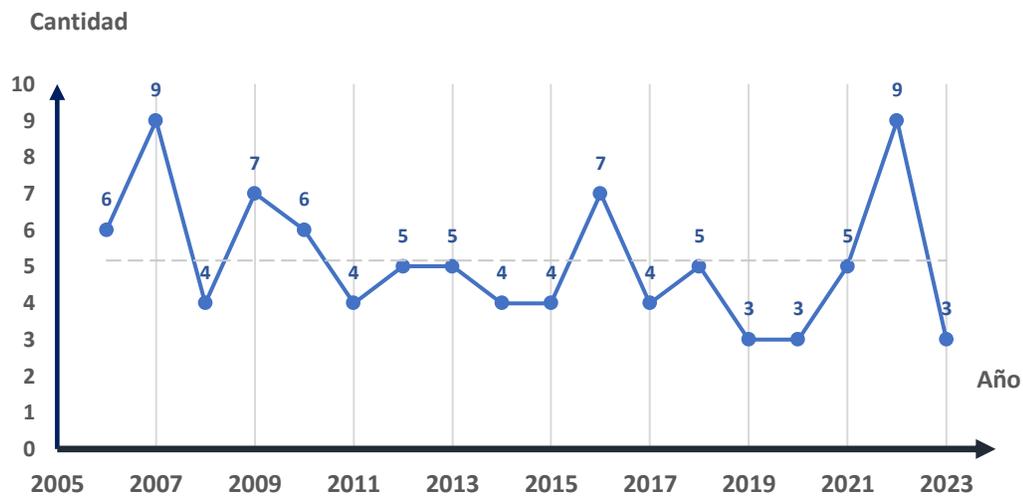


Gráfico 1. Cantidad de OPAs 2006-2023, cifras SFC

% 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%

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

Si bien la tendencia mencionada sugiere que históricamente en Colombia el uso de la OPA pudo reducirse, las participaciones accionarias pretendidas en las transacciones muestran que 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).

En concordancia con esta evidencia, la distribución de los límites máximos de participación accionaria pretendidos en las OPA 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 más del 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 la OPA.

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, la cual 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 despreciable de OPA 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.

La propuesta también tiene el objetivo de promover el desarrollo de las empresas que participan en la operación de intercambio por la posible entrada de nuevos capitales a las mismas y su posible participación en nuevos sectores de la economía colombiana.

3. Justificaciones técnicas y modificación propuesta

La existencia de mecanismos transaccionales complementarios a la OPA, 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

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

- 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, 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,

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”

específicamente operaciones de intercambio de acciones entre accionistas con influencia significativa en emisores del mercado colombiano, lo anterior buscando eficiencias operativas en las entidades participes, atención de conflictos de interés, definición de nuevos esquemas de gobierno corporativo, protección de los inversionistas 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 la operación de permuta, estableciendo un mecanismo de salida, oferta pública de adquisición, en la cual su precio mínimo sea el de la permuta (incluyendo la prima de control) y se mantengan las demás condiciones de la operación inicial.

En esta medida se busca equilibrar los intereses de los diferentes participes 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 similares condiciones de dicha operación, esto es a un precio que sea por lo menos el mismo acordado en la operación de intercambio pagada por accionistas mayoritarios y a las otras condiciones establecidas en el intercambio.

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, son elementos esenciales de la propuesta normativa que acompaña el presente documento.

5. Comentarios

El proyecto de decreto se publicó para comentarios en las páginas web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Unidad de Regulación Financiera entre el 28 de diciembre de 2023 y el 12 de enero de 2024, plazo en el cual se recibieron 25 comentarios de 13 entidades e interesados. A

continuación, se presentan los principales comentarios acogidos y no acogidos.

5.1. Comentarios acogidos

Los principales comentarios acogidos son:

- Se realiza una precisión al proyecto de decreto relacionada con que en la operación de intercambio deben participar dos o más emisores de valores listados en bolsa de valores e inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE.
- Con el objetivo de evitar posibles confusiones y generar un momento cierto desde el cual se entiende perfeccionado el contrato de permuta, se modifica el proyecto de decreto sustituyendo la expresión “formalización del contrato de permuta” por “perfeccionamiento del contrato de permuta”.
- Se realiza un ajuste al proyecto de decreto con el fin de permitir que la OPA resultante pueda realizarse por un valor igual o mayor al precio del contrato de permuta teniendo en cuenta las condiciones de mercado que se pueden formar a partir de dicha operación. En esa medida se ajusta la redacción de la siguiente manera “...la cual mantenga como mínimo el precio de intercambio...”.

5.2. Comentarios no acogidos

Los principales comentarios no acogidos son:

- Se considera que el proyecto de decreto es claro sobre el porcentaje a adquirir mediante la solicitud

de autorización de la OPA, en la medida que está se hará para los accionistas que no participan en la permuta, esto es el total de acciones restante en manos de los accionistas diferentes a los que hicieron la operación de permuta.

- En cuanto a la posibilidad de realizar una excepción de OPA vía resolución, se considera que de conformidad con las disposiciones normativas aplicables las excepciones a la OPA, la incorporación de esta se debe realizar vía decreto y en esa medida, no procede realizarlas a través de otro tipo de actos administrativos como lo es una resolución.
- A lo largo del documento se menciona que el mecanismo idóneo para proteger los derechos de los minoritarios es estableciendo la obligatoriedad, para los inversionistas que participan en el contrato de permuta, de la solicitud de autorización de la realización de la OPA dirigida a los accionistas minoritarios que no participaron en la operación inicial. En este mecanismo se deberá cumplir con las disposiciones propias de una OPA, en la cual, además, se revela la información necesaria para que los accionistas tomen las decisiones con plena garantía para el ejercicio de sus derechos.

6. 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.