

Adquisiciones hostiles y el rol de los administradores. La regla de la pasividad en el derecho colombiano*

Hostile Takeovers and Managers' Role. The Board Neutrality Rule in Colombian Law

Sergio Carreño Mendoza ^{a**}

Universidad de los Andes, Colombia

s.carrenom@uniandes.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1102-756X>

DOI: <https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj72.ahra>

Recibido: 01 noviembre 2022

Aceptado: 15 febrero 2023

Publicado: 31 julio 2023

Resumen:

Las adquisiciones hostiles son un instrumento que permite disciplinar a los administradores, lo que redundará en una mejor gestión de la compañía. Así pues, conviene preguntarse, ¿cuál es el rol que deben adoptar los administradores en una operación no consensuada? El derecho colombiano implícitamente optó por la regla de pasividad de los administradores que prohíbe la adopción de medidas defensivas que pudiesen perturbar el normal desarrollo de una OPA. En el presente escrito, se indaga por la conveniencia de la solución escogida en el derecho colombiano y, a partir de ahí, se proponen ciertas pautas que permiten clarificar el alcance del deber de pasividad.

Palabras clave: regla de pasividad, administradores, OPA, adquisiciones hostiles.

Abstract:

Hostile takeovers operate as a suitable instrument for disciplining directors leading to better company performance. Bearing in mind, what is the role directors should adopt when the transaction has no board's approval? Implicitly, Colombian Law adopted the board neutrality rule that forbids any measure able to frustrate the Bid. This paper aims to analyze the convenience of adopting this rule and propose guidelines to clarify its scope.

Keywords: Board Neutrality Rule, Board of Directors, Takeover Bid, Hostile Takeovers.

Introducción

Las operaciones de adquisición, cualquiera sea el vehículo utilizado, son el instrumento que permite la reorganización de las empresas para ajustarla a sus necesidades operativas, a sus estrategias empresariales o a las exigencias del mercado¹. Menos evidente, pero igualmente importante, dichas operaciones son un instrumento adecuado para la toma de control². Tres actores suelen participar en este proceso: oferente, administradores y accionistas. Los sistemas suelen atribuir la decisión final a los accionistas, pero oferente y administradores desempeñan un papel primordial antes de que se llegue el momento de decidir.

Con todo, la función que cumplen variará en atención al tipo de operación. En las adquisiciones amistosas, el oferente y los directores de la compañía objetivo intervienen como coprotagonistas de la operación. Los administradores intentan explicar la conveniencia de la operación a partir del precio y la falta de recursos para crear mayor valor como negocio independiente. El oferente, alineado con el discurso, centra su atención en la racionalidad de la operación y su consistencia con su propia estrategia corporativa, incluso con los beneficios para los empleados³.

En las adquisiciones hostiles, por el contrario, operan como contradictores. El oferente actúa como consejero e invita a los accionistas a aceptar la propuesta, teniendo en cuenta la conveniencia del precio o las

Notas de autor

^{**} Doctor en Derecho Universitat Pompeu Fabra. Magíster en Derecho Universidad Externado de Colombia. Abogado de la Universidad Externado de Colombia. Profesor asistente de la Facultad de Derecho Universidad de los Andes y director del Semillero de Fusiones y Adquisiciones. Contacto: s.carrenom@uniandes.edu.co

^a Autor de correspondencia: s.carrenom@uniandes.edu.co

ventajas derivadas de la operación. Los administradores, en franca disonancia, invitan a rechazarla, señalando la infravaloración de la compañía y/o la conveniencia de mantenerse como negocio independiente. Así pues, la argumentación de ambas partes se orienta a refutar los argumentos de la contraparte⁴.

Ciertamente, la posición orgánica de los administradores puede obstruir el proceso decisorio de los accionistas, dando prevalencia a sus intereses privados. Para mitigar este conflicto de interés, el derecho colombiano opta implícitamente por la regla de la pasividad que prohíbe la adopción de medidas defensivas que pudieren perturbar el normal desarrollo de una OPA.

En el presente escrito, se indaga por la conveniencia de la solución escogida en el derecho colombiano y, a partir de ahí, se proponen ciertas pautas que deberían seguirse para clarificar el alcance del deber de pasividad.

Para responder estas inquietudes, se acudió principalmente a la revisión de la institución jurídica que nos ocupa con apoyo en la literatura relevante. Como complemento, se acudió a la reflexión contextual que permite comprender la racionalidad de la regla.

Teniendo esto de presente, lo que resta del trabajo, se divide en cuatro secciones: la sección segunda profundiza la regla de la pasividad en el contexto de las adquisiciones hostiles. En la tercera, se indaga por la conveniencia de la citada regla en el derecho colombiano. La sección cuarta, por su parte, pone de presente ciertas inquietudes inherentes a la regulación actual y propone ciertos ajustes que podrían contribuir a su claridad. La quinta sección, por último, contiene las conclusiones.

Adquisiciones hostiles y la regla de la pasividad

La maximización de la inversión de los accionistas es una premisa fundamental que orienta la labor de los administradores. Sin embargo, no es fácil determinar cuándo se está cumpliendo con este cometido. A la tradicional apatía de los accionistas⁵, se suman la asimetría informativa y los costes de coordinación entre accionistas que dificultan el control de la gestión social.

Pese a ello, los accionistas no son los únicos interesados en evaluar el desempeño de la sociedad. El valor de la acción de una sociedad cotizada, en principio, debería reflejar un valor cercano a su potencial, pero ¿qué sucede cuándo la sociedad se administra de manera subóptima? En este caso, puede despertar el interés de terceros que, en caso de hacerse con la compañía, podrán capturar las ganancias del descubrimiento⁶. Al respecto, deben diferenciarse dos tipos de compradores: un primer grupo denominado “casuales” carentes de un programa concreto de adquisiciones, pero que aprovechan una oportunidad de negocio si se les presenta. Un segundo grupo, denominado “sinérgicos” cuya actividad responde a un programa deliberada de adquisiciones que les permita maximizar sus inversiones por medio de operaciones estratégicas⁷.

El mercado de control, por tanto, resulta ser un mecanismo eficaz para disciplinar a los administradores y lograr una mejor gestión y productividad⁸. Ante la amenaza de compra, la mejor defensa es el anonimato pues, si los descubren, podrían convertirse en un objetivo apetecible; este se consigue con una gestión ordinaria que genere valor para los accionistas y evite que los administradores ganen mala reputación.

Puesta en marcha la estrategia de adquisición resta preguntarnos quién debería pronunciarse frente a la oferta. La regla de la especialidad y la estructura societaria recomiendan que las decisiones recaigan en los administradores pues su posición les permite conocer la situación de la sociedad y emplear dicha información para negociar un mejor acuerdo para los accionistas⁹. Sin embargo, existe el riesgo de deslealtad y que terminen negociando para su propio interés. Para mitigarlo, la doctrina¹⁰ suele recomendar que la decisión recaiga en los accionistas.

Con todo, los administradores pueden aprovecharse de su posición orgánica para interferir en el proceso decisorio¹¹. Razones no le faltan. En primer lugar, su continuidad está en entredicho. Los administradores saben que el comprador, en caso de prosperar su propuesta, se hará con el control de la sociedad y propenderá

por una recomposición de los órganos de administración. Su salida le causará pérdidas de rentas asociadas al desempeño de su cargo¹² y de intangibles, por ejemplo, el reconocimiento asociado a su posición.

En segundo lugar, debe enfrentarse al escrutinio de su gestión. En este caso, los accionistas deben decidir entre la oferta de adquisición o la continuidad de la sociedad como negocio independiente. En el fondo, se preguntan por la idoneidad de los administradores y su capacidad para maximizar su inversión. Si no confían en ellos, terminarán vendiendo.

Como se ve, el conflicto de interés está en el centro de la cuestión. Para gestionarlo, se han desarrollado dos modelos: la solución estadounidense reconoce, con cierto recelo, libertad de acción a los administradores y difiere el control a los jueces. La solución inglesa, por su parte, instauro el deber de pasividad.

La elección no es caprichosa y responde al contexto de cada sistema. En el derecho estadounidense, por ejemplo, la elección de un sistema pro administradores parece responder a la organización administrativa del país y a la configuración del capital social que se ha caracterizado por la alta dispersión de capital y por la poca incidencia de los inversores institucionales que tuvieron hasta la década de los noventa del siglo XX. En este escenario, los administradores han gozado de un amplio margen de acción y ocupan un lugar preponderante en el mercado. Esta relevancia les ha permitido incidir en la configuración del derecho de sociedades y de las adquisiciones empresariales; situación que no ha sido percibida para los Estados que suelen competir ofreciendo mejores condiciones para los administradores¹³.

De ellos ha sobresalido el estado de Delaware, que reúne al 70% de las grandes compañías¹⁴ a partir de su política pro administradores y beneficios fiscales. Los demás estados se han visto persuadidos a seguir la misma línea, pues, de no hacerlo, las sociedades podrían relocalizar el domicilio de la compañía¹⁵.

Esta solución, sin duda, refuerza la posición de los administradores e incentiva la realización o reconducción de operaciones que cuenten con su beneplácito (operaciones amistosas). En este sentido, resulta ilustrativa la adquisición de Twitter por parte de Elon Musk en 2022. En un comienzo, Musk preparó una adquisición hostil de la compañía. En respuesta, el consejo de administración aprobó por unanimidad la adopción de la denominada *poison pill*¹⁶, que les permitía a los demás socios de la compañía adquirir el milésimo de una acción preferencial con un descuento sustancial¹⁷. Como era de esperarse, la estrategia del comprador fue modificada y, finalmente, se anunció una operación negociada con la administración por 44 #000 millones de dólares.

En el Reino Unido, por el contrario, la posguerra creó incentivos para que los inversionistas institucionales se convirtieran en el principal actor en el mercado de capitales. En este contexto, se prefirió la adopción de un modelo de autorregulación, en el que los actores institucionales desempeñaran un papel activo, limitando la función de los administradores.

El caso *British Aluminium*, sin duda, resultó decisivo¹⁸. Dos compañías estadounidenses (Reynolds. Alcoa) estaban interesadas en hacerse con el control de British Aluminium. Los administradores de la sociedad rechazaron la propuesta de Reynolds y terminaron negociando con *Alcoa*. Este acuerdo solo se hizo público porque Reynolds presentó una OPA a los accionistas y los administradores se vieron forzados a publicar el acuerdo previo; a la par, ofrecieron un aumento de dividendos a los accionistas para impedir la adquisición.

La revelación puso al descubierto que el precio negociado por los administradores era significativamente menor, lo que, en opinión de algunos inversionistas, demostraba que los administradores habían privilegiado sus propios intereses.

En respuesta, un grupo de inversores institucionales, incluyendo bancos y otras entidades financieras, promovió la compra masiva de acciones en el mercado y su posterior reventa a Reynolds. Al final del día (1959), los administradores de British y Alcoa quedaron atrapados en una sociedad controlada por sus contradictores (Reynolds).

Pero el caso no quedó ahí. La conducta de los administradores generó revuelo y se hicieron llamados públicos en favor de la regulación de las adquisiciones. Las autoridades tomaron nota y en julio de 1959, el

gobernador del Banco de Inglaterra conformó un comité integrado por representantes de los bancos, de otros inversores institucionales y de la Bolsa de Valores de Londres para diseñar un Código de Conducta¹⁹.

En este contexto, surge el deber de pasividad que busca restringir las competencias de los administradores a partir del anuncio de la oferta y les impide, entre otras, adoptar medidas que puedan frustrar el éxito de la OPA. De esta manera, se garantiza que los accionistas de la sociedad objetivo puedan decidir libremente sobre la conveniencia o inconveniencia de adquisición, sin interferencia de los administradores. También pretende mitigar el conflicto de intereses inherente a este tipo de operaciones, limitando las competencias de los administradores²⁰, e incentivar la emisión de ofertas que activen el mercado societario, sirviendo, en última instancia, como mecanismo disciplinante de los administradores.

En resumen, cuando el mercado está dominado por los *insiders* resulta esperable que el sistema establezca reglas de juego que favorezcan el mantenimiento de su situación de control; cuando lo está por los inversores, podría anticiparse un régimen que favorezca la emisión de OPAS y les conceda mayor protagonismo a los accionistas²¹.

En esta línea, el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010 —en adelante Decreto 2555— regula la cuestión en los siguientes términos:

“Artículo 6.15.2.1.19. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición.

A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

1. La emisión de acciones o valores convertibles.
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.
3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.
4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.
5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

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

Si bien la norma en cuestión no se pronuncia explícitamente, parece reconocer la regla de la pasividad²² toda vez que restringe el ámbito de acción de los administradores y le prohíbe realizar actos que, en ausencia de la oferta, podría llevar a cabo. En este sentido, como señala García de Enterría “supone una notable excepción al principio básico del Derecho societario que centraliza en el órgano de administración todas las decisiones de gestión de la sociedad”²³ y por esta vía al deber de diligencia —artículo 23 de la Ley 222 de 1995—.

Con esta fórmula, se busca precaver cualquier interferencia que pueda afectar el desenlace de la oferta. La emisión de acciones (numeral primero), por ejemplo, busca encarecer la operación; la recompra (numeral segundo), por su parte, pretende reducir el número de acciones disponibles en el mercado. Ambas medidas resultan idóneas para frustrar la operación porque exige mayores recursos para adquirir las acciones circulantes o impide que el oferente se haga con la participación inicialmente proyectada. Finalmente, las operaciones

sobre activos estratégicos (numeral tercero) pretenden socavar la intención del interesado mediante la recomposición de los activos sociales o la imposición de gravámenes a los existentes²⁴.

Conveniencia de la regla de pasividad

La regla de la pasividad no ha sido ajena a la controversia en el derecho comparado, pero en términos generales puede afirmarse que resulta conveniente para el derecho colombiano por las razones que se exponen a continuación:

a. Control de los administradores. La capacidad de respuesta de los administradores reduce las probabilidades de una adquisición y desincentiva la presentación de ofertas²⁵. Sin la amenaza, los administradores tienen menores incentivos y su desempeño puede afectar los resultados de la compañía, en términos de costes de operación, márgenes de ganancia, crecimiento en ventas y utilidades²⁶.

El anonimato, como se vio, es la mejor respuesta frente al riesgo de una adquisición, pero si no se consigue subsiste la posibilidad de oponerse mediante la adopción de medidas defensivas, aunque el desempeño de la administración no haya sido el adecuado.

En respuesta, podría señalarse que los accionistas pueden removerlos en cualquier momento, pero termina siendo un recurso aparente. Los administradores ocupan una posición de privilegio que les permite actuar con relativa libertad y para los accionistas resulta difícil establecer una medida de cumplimiento. Ciertamente, el mal desempeño puede ser constatado, pero aquellos desvíos que no son significativos pueden pasar inadvertidos, aunque se proyecten en un periodo de tiempo. Tampoco puede olvidarse la asimetría informativa que gobierna la relación y la inexperiencia de los accionistas (especialmente las personas naturales) que afecta la supervisión²⁷.

De igual manera, el remedio resulta costoso para quien la promueve. En efecto, los interesados deben invertir tiempo y recursos en la valoración del desempeño de los administradores. También debe presentar un caso creíble ante la asamblea y una alternativa idónea que pueda remplazar a los administradores. No obstante, los beneficios asociados a la mejor gestión serán repartidos entre todos los accionistas²⁸. A la par, los administradores podrán defender su gestión con cargo a la compañía. En otras palabras, los interesados deben asumir el coste y dividir los beneficios con los demás accionistas, mientras los administradores se defienden a coste cero.

Finalmente están los costes de coordinación. Cada accionista vela por sus propios intereses y no resulta sencillo alinearlos. Piénsese, por ejemplo, en el caso de los accionistas de corto plazo que piensa en vender en cuanto haya una buena oportunidad. En contraste, los accionistas de largo plazo están más interesados en los planes de la compañía, en sus programas de inversión, etc.

Incluso, los inversionistas institucionales, que están llamados a fiscalizar la gestión, suelen alinearse con los administradores o, por lo menos, mantener una buena relación²⁹. Esto no sorprende, pues estos inversionistas orientan sus inversiones a la maximización de la ganancia y el activismo corporativo resulta demandante por el monitoreo que precisa; coste que no parecen estar dispuestos a asumir³⁰.

En todo caso, el control interno podría funcionar bajo determinados supuestos. El primero, como es obvio, se presenta cuando existe una situación de control. En este, la amenaza de remoción es creíble y desempeña un papel persuasivo³¹, pues el administrador sabe que el accionista controlante monitoreará su desempeño y si no está conforme bastará su anuencia para cambiar de mando. Los accionistas minoritarios, por el contrario, no la tienen fácil y no pueden remover a los administradores.

El segundo supuesto se presenta en aquellas sociedades en las que participan los *Hedge Funds*. Si bien se trata del tipo de inversionistas institucionales, se diferencia de los tradicionales por su modelo de negocio. Los

Hedge Funds, a diferencia de los fondos tradicionales, no se especializan en crear y administrar una cartera diversificada, por el contrario, prefieren la concentración en un número reducido de compañías; en especial aquellas con problemas de gobierno y gestión.

Si bien no ostentan la condición de control, tienen una posición significativa (aunque minoritaria) que les permite tomar la iniciativa en la gestión, impulsando cambios que mejoren el retorno de los accionistas³², proponiendo, por ejemplo, un programa de reestructuraciones que racionalicen la operación o desinversiones que libere participaciones en negocios que se apartan de forma ostensible de la actividad principal de la sociedad, formulando un ajuste en el reparto de dividendos o reformas en el gobierno de la sociedad³³.

Esta figura, no obstante, resulta controversial por su orientación al corto plazo.

Así pues, la prohibición de las medidas defensivas frente a una OPA contribuye al bienestar social porque elimina una barrera técnica del mercado³⁴. En efecto, la neutralidad de los administradores incrementa la probabilidad de éxito de la operación y puede animar a que se presenten nuevas ofertas de adquisición, lo cual redundaría en el bienestar social, teniendo en cuenta que las sociedades pasarán a manos de quienes pueden maximizar su uso.

Como se ha dicho, el mercado de control es un mecanismo eficaz para disciplinar a los administradores y conseguir mayor productividad, pues, ante el riesgo de una OPA, los administradores tienen incentivos para comprometerse con la gestión de la sociedad, con independencia, o como complemento, del control interno.

b. La oposición de los administradores no siempre se refleja en mejores precios de venta. La experiencia enseña que las medidas anti-OPA promueven la realización de adquisiciones amistosas³⁵. En este contexto, los administradores pueden conseguir mejores precios de venta para los accionistas. Saulsbury³⁶, por ejemplo, comparó las adquisiciones estadounidenses y las británicas (donde se desarrolló el deber de pasividad) y encontró que en el primero se pagaban entre 3.8% y 6.4% más.

En su opinión, la diferencia viene dada por el control que tienen los administradores del proceso, por medio de estas medidas, que les permite reforzar su posición negociadora. En efecto, el comprador conoce de antemano que una propuesta inconveniente o su inflexibilidad para negociar puede desembocar en la activación de medidas defensivas que trunquen la operación. También deberán enfrentarse a las personas que mejor conocen la compañía y que tienen acceso a la información relevante.

No obstante, un sector de la doctrina se muestra escéptico frente a la pretendida correlación. Coates³⁷, por ejemplo, sostiene que a partir de la información disponible no es posible inferir que la adopción de las *poison pills* redunde en mejores precios para los accionistas. En su opinión, los estudios suelen desconocer la composición de los órganos de composición y la dinámica societaria que reduce la importancia de este tipo de medidas. Cotter y Zenner³⁸, tampoco encuentran incrementos significativos, por el contrario, señalan que el mercado suele reaccionar negativamente a la resistencia y castiga el precio de la acción de la sociedad objetivo. Una posible explicación la encuentran en que la adopción de medidas defensivas retrasa el pago a los accionistas, haciendo la propuesta menos atractiva.

Coates, Subramanian y Bebchuk³⁹, por su parte, centran su atención en el mediano plazo. En este sentido, encontraron que los retornos de aquellas sociedades, que se mantuvieron como negocios independientes, son menores al escenario proyectado con la aceptación de la oferta. En su opinión, las medidas defensivas incrementan la probabilidad de que la sociedad se mantenga independiente, lo que resulta excesivamente costoso para los accionistas si se tiene en cuenta que no existen beneficios inequívocos en términos de precio de venta o retornos de la inversión.

Así las cosas, no se puede afirmar, de forma concluyente, que las medidas defensivas aseguren mejores precios de venta en el caso de una adquisición hostil. Por otro lado, los administradores disponen de otros mecanismos para oponerse, que resultan menos gravosos para el mercado, verbigracia, las recomendaciones negativas en el marco de las OPA.

c. No se trata de una decisión empresarial ordinaria. El modelo de gobernanza societaria delega gran parte de las decisiones a los administradores, pero la asamblea (o los accionistas de forma individual) se reserva la competencia de ciertas decisiones que escapan de la lógica del giro ordinario de los negocios.

Esto tiene sentido porque los intereses en un caso y en el otro operan de forma distinta. Las decisiones ordinarias también están orientadas a la creación de valor y los intereses de administradores, sociedad y accionistas suelen estar alineadas. Esto no sorprende porque los resultados, en caso de ser favorables, contribuyen al crecimiento de la compañía, al aumento de las utilidades para los accionistas y de las compensaciones para los administradores que están atadas a los resultados de su gestión⁴⁰.

Tampoco se puede desconocer la impracticabilidad que supone la participación constante de los accionistas en el giro ordinario de los negocios. Resolver los problemas de coordinación puede ser difícil y costoso, teniendo en cuenta la apatía, la disparidad en el acceso de información y los intereses particulares de los accionistas. Por ello, resulta más barato y eficiente, centralizar la información en los administradores para que adopten la mejor decisión con base en criterios de razonabilidad y diligencia⁴¹.

Los administradores se pueden equivocar, por supuesto, pero parece improbable que sus errores se deban a una visión distorsionada de la realidad o eminente individual.

En el caso de una venta, por el contrario, tal sincronía no existe necesariamente. De hecho, existe tendencia a reconocer la posible divergencia entre los intereses de los administradores y los intereses de la sociedad o de los accionistas en una adquisición hostil porque su continuidad y las rentas asociadas a su posición están en entredicho. Este riesgo ha sido reconocido de forma relativamente pacífica e incluso en los Estados Unidos, cuyos sistemas suelen reconocerles amplios poderes a los administradores, se ha establecido el control posterior de las medidas adoptadas.

Siendo una actividad excepcional, resulta factible que los accionistas participen en la decisión con base en los méritos de la propuesta. Su participación, sin duda, refuerza la gobernanza corporativa y permite mitigar los problemas de agencia⁴².

En contra, se puede argumentar que los administradores están en una mejor posición para decidir porque conocen la situación de la compañía. Cuando se oponen a una oferta por considerarla inadecuada están protegiendo los intereses de los accionistas y, por esta vía, se incentiva la presentación de ofertas que les resultan más beneficiosas⁴³. Eliminar esta posibilidad reduce su posición negociadora y su autoridad, lo que puede resultar perjudicial para el óptimo desarrollo empresarial⁴⁴.

Sin embargo, la regla de la pasividad resulta más coherente con la solución tradicional de los conflictos de intereses que propende porque la operación en cuestión sea aprobada por el órgano competente, sin la participación del administrador conflictuado⁴⁵.

Ciertamente, la participación por sí sola no asegura la corrección de la decisión, pero el error es un riesgo inherente a la toma de decisiones. En esta línea, la adopción de medidas que mejoren el proceso decisorio parece ser el camino.

d. Consistencia con el modelo societario. La solución estadounidense permite que los administradores se opongan a aquellas operaciones que ponen en peligro la continuidad de la sociedad o puedan resultar perjudiciales para sus accionistas. Para ello, dispone de un conjunto de remedios que podrán controvertirse por vía judicial⁴⁶.

Esta postura se alinea con el modelo tradicional desarrollado por el estado de Delaware, que ha reconocido amplias facultades a los administradores para la gestión de la sociedad. Por ejemplo, la modificación de estatutos y la relocación del domicilio son iniciativas privativas de los administradores. Si bien la elección recae en la asamblea, solo puede ser sometida a votación cuando los administradores lo tienen a bien⁴⁷. Lo mismo sucede con las fusiones, cesiones globales del pasivo y del activo o la disolución de la sociedad.

Incluso, el ejercicio de los derechos económicos propios de la condición de accionista requiere el visto bueno de los administradores, pues la aprobación de dividendos, su monto y el tipo de compensación está reservada a la junta directiva. Si la sociedad tiene una política de no dividendos o de repartos limitados, los accionistas disconformes o habidos de liquidez deberán enajenar la totalidad o parte de su participación⁴⁸.

El derecho colombiano se aparta de esta aproximación. Para comenzar, la asamblea general de accionistas es el órgano de dirección de la sociedad y expresa la voluntad social. La ley les reconoce una competencia, por lo general privativa, para deliberar y decidir los actos de gobierno de la sociedad que deberán ser ejecutados por los administradores⁴⁹.

En su seno, se discuten, con especial transcendencia para la compañía, como son los planes de los administradores o negocios que, por su cuantía requieren de su aprobación. Asimismo, tiene la obligación de reunirse anualmente para examinar la situación financiera y contable de la compañía y para aprobar los estados financieros y el proyecto de dividendos. También puede reunirse de forma extraordinaria para decidir sobre reformas estatutarias, impartir directrices concretas y nombrar o remover aquellos funcionarios cuya elección corresponda⁵⁰.

Incluso, los accionistas, cuando representan el 20% del capital social, pueden pedir la convocación de una asamblea extraordinaria o convocarla directamente⁵¹.

Los administradores cumplen una función igualmente importante, pero sus funciones están orientadas hacia los denominados actos de empresa. Salvo acuerdo en contrario, la ley les reconoce un amplio margen de acción en la gestión de la compañía⁵², lo cual los pone en una posición favorable frente a la asamblea, teniendo en cuenta las limitaciones asociadas al control asambleario.

En todo caso, y como se ha visto, se reconoce un mayor protagonismo a los accionistas en la sociedad, bien sea en ejercicio de sus derechos individuales como accionista o por medio de la asamblea general de accionistas que se reserva la decisión de aquellas decisiones trascienden del giro ordinario de los negocios. Desde esta perspectiva, el deber de pasividad parece consistente con el reparto de competencias de los órganos sociales reconocidos en el derecho colombiano.

La solución también tiene ventajas de orden práctico pues, si bien se cuenta con un órgano especializado con funciones jurisdiccionales para controlar el comportamiento de los administradores (como sucede en los Estados Unidos), sigue pendiente el desarrollo del deber de lealtad (que trascienda de la enunciación de las actividades prohibidas); tampoco puede perderse de vista que los tiempos judiciales no suelen corresponderse con la celeridad requerida en una operación de este tipo⁵³.

La pasividad, por el contrario, permite delimitar con mayor nitidez las actuaciones prohibidas en el marco de una OPA⁵⁴, pudiéndose diferir su vigilancia a la Superintendencia Financiera encargada de supervisar el mercado de capitales. De esta manera, se evita —o por lo menos se hace más visible cualquier comportamiento indebido— que los administradores se valgan de su posición orgánica para obstruir una oferta de adquisición, garantizando que la decisión final recaiga en los accionistas⁵⁵.

Finalmente, incentiva la presentación de ofertas que pueden dinamizar un mercado emergente y potenciar la función disciplinante de las adquisiciones.

Refinamiento de la regla

Como se ha visto, la pasividad como solución a los conflictos de interés que se pueden suscitar en presencia de una adquisición hostil resulta consistente con la estructura societaria en el derecho colombiano y contribuye al cumplimiento de los fines propuestos en el régimen de las OPA.

No obstante, el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 genera algunas inquietudes que merecen especial atención.

En primer lugar, las prohibiciones están dirigidas a la sociedad⁵⁶. Esta aproximación no parece la más afortunada, pues la pasividad pretende adecuar la actuación de los administradores y proteger la decisión final de los administradores.

En el derecho español, por ejemplo, el artículo equivalente comienza con el siguiente enunciado:

“Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la publicación del resultado de la oferta, *los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada; cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos; sus respectivos miembros*; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores, *deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas*.”⁵⁷

En este caso queda claro que los administradores son los destinatarios de la norma y tiene sentido, ya que son sus conflictos de interés los que pretende gestionar. De igual forma, parece consistente el tratamiento de los conflictos de interés que sean resueltos por el órgano competente sin la participación del administrador conflictuado.

En el caso colombiano, la prohibición parece extenderse a la asamblea general de accionistas, desconociendo la racionalidad del régimen de OPA que pretende reafirmar la capacidad decisoria de los accionistas. Siendo así, parece lógico que sean estos los llamados a decidir las medidas de defensa por medio de la asamblea.

Como señala García de Enterría:

“[L]a capacidad de la junta para adoptar acuerdos a lo largo del procedimiento de adquisición constituye antes que nada un mecanismo que puede contribuir a facilitar una postura coordinada de los accionistas frente a la OPA y, por tanto, a mitigar los problemas de acción colectiva con que se enfrentan.”⁵⁸

En lugar de adivinar la posición que habrían asumido los accionistas, se pueden promover escenarios que les permita deliberar y decidir.

En contra, se puede argumentar que la pretendida autorización puede socavar los intereses de los accionistas minoritarios; al accionista controlante le bastará con imponer su criterio en la asamblea para que la decisión resulte obligatoria para todos.

Esta preocupación, no obstante, debe matizarse. La decisión de la asamblea no impide que los accionistas acepten individualmente la oferta de adquisición que, por cierto, es irrevocable, salvo que se establezca un porcentaje mínimo de aceptación. De igual manera, el régimen OPA permite operaciones que no se corresponden con la toma control, por ejemplo, el reforzamiento de viejos accionistas o la entrada de nuevos actores; incluso autoriza ciertas adquisiciones sin la presentación de una OPA.

En segundo lugar, el artículo en cuestión exceptúa de la prohibición la ejecución de aquellas decisiones adoptadas antes por los órganos sociales⁵⁹. En este caso, debería admitirse un matiz cuando la decisión ha sido adoptada por los administradores, pues una expresión del deber de pasividad orientada a preservar la decisión final en los accionistas. La decisión inicial se adoptó en un contexto distinto, por ejemplo, buscando apalancar el crecimiento mediante la ampliación de capital o el redireccionamiento de recursos hacia la actividad principal (desinversión en sectores no estratégicos). Sin embargo, la irrupción de una OPA cambia el panorama por completo y el reparto de competencias debe adecuarse a la nueva realidad.

La implementación de ciertas medidas puede afectar el desenlace de la operación y debería preguntársele a la asamblea si desea que estas se ejecuten. Lo que fue deseable en un primer momento podrá no serlo ahora, por ello, se requiere de una deliberación exhaustiva en la que se evalúe su impacto.

En tercer lugar, el numeral quinto⁶⁰ parece prohibir dos instrumentos que podrían contribuir al bienestar de los accionistas: la opinión de los administradores y la búsqueda de una oferta competitiva.

Opinión de los administradores

El régimen OPA se construye a partir de dos nociones básicas: 1. Las OPA son unos instrumentos útiles para la recomposición accionario mediante el ingreso de nuevos accionistas o el reforzamiento de los anteriores. 2. Los accionistas tienen la última palabra, pero deben disponer de forma oportuna de suficiente información y consejo que les permita tomar una decisión informada⁶¹.

El hecho que los administradores deban adecuar su comportamiento a partir de la publicación de la suspensión de la negociación de los valores objeto, no significa que deban desentenderse por completo de la operación. Ciertamente, siguen siendo un órgano de administración y deberían pronunciarse con independencia del tipo de operación que se trate. Las OPA sobre Sura y Nutresa, en este sentido, resultan ilustrativas porque la discusión quedó reducida al oferente y a los accionistas mayoritarios.

En este caso, su participación podría haber contribuido al debate en aspectos relacionados con el justo precio, la estrategia de crecimiento de las compañías en un escenario de no venta —carga de los administradores si se pronunciaban en contra de la OPA— y una explicación más detallada de los planes estratégicos de los compradores. Estos insumos, sin duda, habrían sido útiles para la decisión de los accionistas.

Señálese, en este punto, que esta obligación se encuentra expresa, por ejemplo, en el derecho inglés y en el español⁶². En esencia se trata de un informe que condensa la opinión de los administradores frente a la operación y las razones en que se basa para recomendarla o rechazarla. Se le pide una expresa consideración sobre los efectos que podría tener la operación frente a los distintos grupos de interés y los planes que tiene el oferente frente a la sociedad objetivo, especialmente en materia de empleo y relocalización de la actividad productiva. También debe describir cualquier cambio significativo en la situación financiera de la sociedad que hubiese tenido lugar desde la aprobación de los últimos estados financieros y unos estados preliminares.

Como complemento debe incluir el resumen de la recomendación dada por un experto independiente frente a los términos económicos de la operación, en especial, si el precio puede considerarse justo y razonable. Cuando esto no es posible, el experto debe explicar las razones que le impiden calificar la oferta.

Sin perjuicio de lo anterior, los administradores no están obligados a presentar una única postura. Si por alguna razón llegase a haber disparidad de criterios se hará constar en el informe y se incluirán las opiniones de aquellos que se encuentran en minoría. Asimismo, deben ponerse de presente la existencia de conflictos de interés⁶³.

Estas exigencias, sin duda, contribuyen a la transparencia del debate y reduce la posibilidad de arbitrariedad. Siendo público, los administradores están llamados a dar explicaciones sobre sus opiniones.

Dicho esto, nada obsta para que expresen una recomendación positiva, si disponen de criterios objetivos que avalen su decisión, pero también es válido que expresen sus preocupaciones frente a la operación⁶⁴. Su posición orgánica les permite valorar la operación en el corto, mediano y largo plazo y los efectos que puede tener sobre los grupos de interés. En este sentido, la calidad de información que disponen les permite cuestionar la idoneidad de la oferta por considerarla insuficiente o por afectar los intereses de la sociedad.

Su oposición por sí sola es insuficiente para frustrar la operación, aunque puede resultar incómoda para el oferente. Por supuesto, sus declaraciones deben

“regirse en todo caso por los criterios ordinarios de diligencia y lealtad a los que están sujetos y, de forma más específica, por los principios de integridad y veracidad que con carácter general son predicables de cualquier información suministrada por una sociedad cotizada al mercado y a los inversores.”⁶⁵

Así las cosas, el informe presentado por los administradores es un insumo adicional para los accionistas y puede contribuir en la toma de la decisión. Como se vio en su momento, los accionistas deben responder una pregunta fundamental, ¿vender o continuar como negocio independiente? Su respuesta vendrá dada por la

comparación entre el precio de venta pagadero de forma inmediata y las proyecciones de la sociedad objetivo que podrían generar mayores retornos o la posibilidad de recibir en el futuro una mejor oferta de compra.

Un ejemplo permite ilustrar la dicotomía. La fallida adquisición del London Security Exchange (LSE) por parte de Nasdaq en 2006.⁶⁶

En este caso, el oferente centró su atención en los beneficios que podría traer la integración de dos compañías líderes y el reforzamiento del LSE como centro financiero. En su opinión, el precio de compra (1243 peniques por acción ordinaria) resulta atractivo para los accionistas de LSE porque representaba una prima del 54% en comparación con la cotización promedio del día previo a la suspensión de la negociación y del 40% frente a la propuesta indicativa de Nasdaq. Asimismo, representaba un múltiplo de 27.9x de ganancias ajustadas en comparación con las ganancias obtenidas en el año anterior y de 24.9x de las ganancias proyectadas para el siguiente año.

También señaló que la operación resultaba benéfica para sus usuarios porque podrían operar simultáneamente en Londres y en Nueva York en un mercado con más de 6400 compañías y tendrían disponibles diversas soluciones de financiación dependiendo del nivel de desarrollo de la compañía.

Los administradores, por su parte, cuestionaron el precio de compra y resaltaron los beneficios de mantenerse independientes. Frente a lo primero, señalaron que el valor ofrecido no reflejaba la posición estratégica de la bolsa, ni el valor intrínseco de la compañía. Tampoco compartía con los accionistas los beneficios de las pretendidas sinergias, ni se pagaba una prima de control. En su opinión, la oferta representaba un múltiplo de 24.7x y, a todas luces, resultaba inferior al múltiplo promedio (37.2x) de compañías comparables (entre otras, Nasdaq, NYSE, ICE, TSX y DB).

Frente a lo segundo, se enfocaron en las perspectivas de crecimiento. Manifestaron, por ejemplo, el incremento en un 50% de las operaciones diarias, que sobrepasaron las proyecciones iniciales, y una tendencia al alza en el corto plazo. También proyectaban dividendos no inferiores a 18 peniques por acción, lo cual representaba un incremento del 50% en comparación con el año anterior.

Como complemento, señalaron que la pretendida integración afectaría la independencia de la bolsa, pues en la oferta se proyectaba la creación de un comité de vigilancia; también existía preocupación porque quedaría cobijada por leyes extranjeras. Finalmente, podrían perderse alrededor de cien empleos.

Ciertamente, los accionistas se encuentran en una posición desventajosa en términos informativos, pero la revelación de información por parte del oferente y de los administradores frente a la operación les permite analizar sus ventajas y desventajas y decidir en atención a sus propios intereses⁶⁷.

Búsqueda de una mejor oferta

Cuando la desaparición de la sociedad se antoja inevitable, los administradores pueden abandonar su estrategia de largo plazo y buscar una oferta competidora que maximice los beneficios de los accionistas⁶⁸.

Cuando consideren que la oferta inicial es insuficiente, pueden acudir al mercado, buscando ofertas competidoras que mejoren el precio de compra⁶⁹. Ciertamente, se trata de un instrumento para mitigar el riesgo de infravaloración, pues incentiva que el primer oferente presente una propuesta cercana al valor de mercado.

Esta decisión no se opone al deber de pasividad, pues, como se recordará, se trata de un deber instituido para proteger la capacidad decisoria de los accionistas. La irrupción de una oferta competidora supone una ventaja para los accionistas porque mejora las condiciones iniciales. De acuerdo con el numeral cuarto del artículo 6.15.2.1.14 del Decreto 2555, se entenderá que existe mejora cuando se ofrece una contraprestación que supera en un 5% la inicial, se propone la adquisición mayor de valores (también 5%) o se condiciona la oferta a un menor porcentaje de aceptación. La decisión sigue en sus manos, pero podrá elegir entre distintas alternativas⁷⁰.

En todo caso, debe señalarse que los administradores deben propender por la igualdad de trato entre los oferentes. En este sentido, se refiere el artículo 28.3 del RDL 1066/07 español, que establece que si en el proceso de consecución de una oferta competidora se llegase a compartir cualquier información no pública, deberá compartirse con los demás oferentes.

En el derecho inglés la regla 21.3 del Código de Adquisiciones propone una regla similar, dejando en claro que la información debe suministrarse, aunque el solicitante no sea un oferente “querido”, pero aclara que la información debe ser expresamente pedida y referida a temas concretos⁷¹. Como complemento, se exige que los términos económicos de la oferta competidora también hubieran sido valorados por un asesor independiente y sus conclusiones sean incluidas en el informe de los administradores.

Sin perjuicio de lo anterior, subsiste una inquietud referida a la igualdad de trato. ¿Podría la sociedad objetivo pactar un pago por terminación para promover la participación de una oferta competidora?

A la luz de la normativa vigente la respuesta ha de ser negativa. En efecto, el párrafo 1 del artículo 6.15.2.1.6 del Decreto 2555 prohíbe que los preacuerdos establezcan cláusulas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas en ofertas competidoras. En esta línea, también se ha pronunciado la Superintendencia Financiera en la Circular 002 de 2007.

Esto parece razonable porque la búsqueda de una oferta competidora pone de manifiesto la intención que se tiene de vender la compañía y los administradores no podrían obstaculizar la puja. No obstante, podría ser contraproducente en mercados como el colombiano en el que las OPA no suelen enfrentarse a ofertas competidoras.

En este sentido, llama la atención que el derecho inglés, que prohibió por regla general el uso de los pagos por terminación, permita incluir estos pagos para incentivar ofertas competidoras (*White Knight Offeror*) en el marco de una adquisición hostil⁷². La garantía de reembolso promueve la participación de actores que, en otras circunstancias, no tendría lugar, y podría incrementar el precio de venta.

Con mayor cautela, parece aceptarse, en el estado de Delaware, a partir de la Regla Revlon. En un comienzo parece rechazarlos, pero mantiene la posibilidad de pactarlos si conceden un beneficio sustancial a los accionistas que no se podría haber conseguido de otra manera⁷³.

En otro artículo, se analizan razones adicionales que llevan a proponer un cambio en la regla vigente en el derecho colombiano y permitir la inclusión de pagos por terminación a cargo de la sociedad objetivo⁷⁴.

Señálese, en todo caso, que el régimen actual no favorece la búsqueda de ofertas competidoras. El artículo 6.15.2.1.7 del Decreto 2555 permite que el oferente establezca el plazo de aceptación que puede oscilar entre los diez y treinta días hábiles. Diez días (en realidad ocho conforme a lo establecido en el artículo 6.15.2.1.14) no son suficientes para negociar una oferta competidora.

Para ponerlo en contexto, el *Williams Act* estadounidense establece un periodo de aceptación de 20 días hábiles que se ha considerado suficiente para permitir que los accionistas puedan evaluar la propuesta y potenciales competidores puedan preparar su propuesta⁷⁵. En Inglaterra, se recomienda que los administradores presenten su informe, normalmente, dentro de los catorce días siguientes a la publicación y debe incluir la referencia a ofertas alternativas.

En resumen, la pasividad es un instrumento útil para mitigar posibles conflictos de interés que se pueden suscitar en presencia de una adquisición hostil y refuerza la posición decisoria de los accionistas, destinatarios de la oferta de adquisición. Su inclusión en el derecho colombiano es bienvenida, pero conviene clarificar su alcance y permitir ciertas actuaciones que contribuyen al bienestar de los accionistas, por ejemplo, la obligatoriedad de la opinión por parte de los administradores y la búsqueda de ofertas competidoras.

Conclusiones

Las operaciones de adquisición son un instrumento que permiten la reorganización de las empresas. También son un instrumento que permite la toma de control y la recomposición accionaria.

Desde esta perspectiva, se presentan como un mecanismo disciplinante de los administradores. El escrutinio pone en peligro su continuidad en la compañía y las rentas asociadas al desempeño de su cargo. Así las cosas, podría valerse de su posición para obstruir el proceso decisorio.

Como se ve, el conflicto de interés de los administradores está en el centro de la cuestión y, para gestionarlo, el derecho colombiano parece haber optado por el deber de pasividad. Pese a la controversia, debe concluirse que la pasividad es un instrumento útil para mitigar posibles conflictos de interés en el marco de una adquisición hostil y refuerza la posición decisoria de los accionistas, destinatarios de la oferta de adquisición.

Sin perjuicio de lo anterior, la regulación actual genera ciertas inquietudes frente y corresponde clarificar quiénes son los destinatarios de la norma. De igual manera debería obligarse a los administradores para que presenten opiniones frente a la operación y, si lo estiman conveniente, permitirles la búsqueda de ofertas competidoras. Estas actuaciones no ponen en peligro la capacidad decisoria de los accionistas y pueden contribuir a su bienestar.

Bibliografía

- AA. VV., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union*, 2002, 21, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322.
- Alan Schwartz, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, 2 Journal of Law, Economics, & Organization, n.º 2, 229-253 (1986).
- Albert O. Saulsbury IV, *The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo- American Target Companies*, 37 Delaware Journal of Corporate Law, 115-161 (2012).
- Cándido Paz-Ares Rodríguez & Rafael Nuñez-Lago, *La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés*, en Rafael Sebastián Quetglas, ed., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 2. ed., 271-304 (Wolters Kluwe, 2018).
- Fernando Gómez Pomar & María Isabel Sáez Lacave, *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos*, InDret 1, 4 (2007).
- Francisco Reyes Villamizar, *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea*, 4. ed., 287 (Legis, 2013).
- Francisco Reyes Villamizar, *Derecho societario*, 3.ed., I., 590 (Temis, 2019).
- James F. Cotter & Marc Zenner, *How managerial wealth affects the tender offer process*, 35 Journal of Financial Economics 63-97 (1994).
- Javier García de Enterría, *Aspectos generales de las adquisiciones de empresas*, en Rafael Sebastián Quetglas, ed., 2. ed., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* 49, 45-64 (Wolters Kluwer, 2018).
- Javier García de Enterría, *El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, 2 Revista de Derecho de Mercado de Valores 89-136 (2008).
- John Armour & David Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, 95 The Georgetown Law Journal 1760 (2007).
- John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, 79 Texas Law Review n. 2, 271-382 (2000).
- José Ignacio Narváez García, *Derecho mercantil Colombia. Teoría general de las sociedades*, 9. ed., III, 293 (Legis, 2002).
- José María Álvarez Arjona, *Elementos comunes y la estrategia de cierre*, en José María Álvarez Arjona y Ángel Carrasco Perera, eds., 4. ed., *Adquisiciones de empresas*, 61-116 (Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2013).

- Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 Stanford Law Review n. 5, 887-952 (2002).
- Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 The University of Chicago Law Review 995 (2002).
- Lucian Arye Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 University of Pennsylvania Law Review n. 2, 719-720 (2003).
- Lucian Arye Bebchuk, *The case for increasing shareholder power*, 118 Harvard Law Review n. 3, 856 (2005).
- María Isabel Sáez Lacave, *Activismo accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC*, 4 InDret 29 (2018).
- Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary relationship: Its economic character and legal consequences*, 66 New York University Law Review 1045-1075 (1991).
- Rudi Palmieri, *Corporate Argumentation in Takeover Bids* 161 (John Benjamins Publishing Co., 2014).
- Sergio Carreño Mendoza, *Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en las adquisiciones de empresa* 132 (Universidad de los Andes, 2022).
- Sergio Carreño Mendoza, *Breakup fees o pagos por terminación en las Ofertas Públicas de Adquisición: ¿Por qué no los asume la compañía objetivo?*, 44 ¿Anuario? Revista de Derecho Privado 275-309 (2023) 44.
- Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harvard Law Review 1725-1758 (2006).
- Stephen M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 Delaware Journal of Corporate Law 808 (2006).
- Timothy R. Burch, *Locking out rival bidders: The use of lockup options in corporate mergers*, 60 Journal of Financial Economics 103-141 (2001).

Notas

- * El presente artículo es un producto de investigación realizado en el marco del Grupo de Investigación de Derecho Privado Contemporáneo de la Universidad de los Andes. El autor agradece a los asistentes al seminario de derecho privado por sus comentarios y sugerencias.
- 1 J. García de Enterría, *Aspectos generales de las adquisiciones de empresas*, en R. S. Quetglas, ed., 2.a ed., Manual de fusiones y adquisiciones de empresas 49 (Wolters Kluwer, 2018).
 - 2 J. M. Álvarez Arjona, *Elementos comunes y la estrategia de cierre*, en J. M. Álvarez Arjona & Á. Carrasco Perera, eds., 4.a ed., 61 (Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2013).
 - 3 R. Palmieri, *Corporate Argumentation in Takeover Bids* 161 (John Benjamins Publishing Co., 2014).
 - 4 *Id.*, págs. 170 y ss.
 - 5 S. M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harvard Law Review 1725-1758 (2006).
 - 6 A. Schwartz, *Search Theory and the Tender Offer Auction*; Lucian Arye Bebchuk, *The Case for facilitating Competing Tender Offers: A last Reply?*, 2 Journal of Law, Economics & Organization n.o 2, 253-271 (1986).
 - 7 *Id.*, pág. 234.
 - 8 F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos*, InDret 1, 4 (2007).
 - 9 *Id.*, pág. 3.
 - 10 A. Schwartz, *supra* nota 6; L. A. Bebchuk, J. C. Coates IV & G. Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 Stanford Law Review, n.o 5, 887-952 (2002); F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8; J. García de Enterría, *El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, 2 Revista de Derecho de Mercado de Valores 89-136 (2008).
 - 11 J. García de Enterría, *supra* nota 10, pág. 95.
 - 12 C. Paz-Ares Rodríguez & R. Nuñez-Lago, *La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés*, en R. Sebastián Quetglas, ed., Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, 2.a ed., 292 (Wolters Kluwe, 2018).
 - 13 J. Armour & D. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, 95 The Georgetown Law Journal 1760 (2007).
 - 14 *Id.*, pág. 1765.

- 15 Esta decisión, por lo general, no requiere de la aprobación de la asamblea de accionistas.
- 16 La *poison pill* es una medida defensiva que le permite a los administradores reaccionar a operaciones que, en su opinión, pueden tener repercusiones negativas en la compañía o en la sociedad resultante. Existen varios modelos, pero, en lo que aquí interesa, permite a accionistas (con excepción del adquirente hostil) comprar acciones o bonos convertibles en acciones con un descuento significativo (*flip-in provision*). De esta manera, se busca diluir la participación del adquirente hostil (y los derechos asociados) y este termine desistiendo de la operación. Señálese, en todo caso, que su ejercicio no es absoluto y suele condicionarse a la ocurrencia de uno o más eventos. En el caso de Twitter, por ejemplo, se estableció que la medida se adoptaría en caso de que una persona buscará hacerse con el 15% de la compañía sin la aprobación del Consejo de Administración.
- 17 210 dólares por fracción que inmediatamente podría ser vendida en 420 dólares.
- 18 J. Armour & D. Skeel, *supra* nota 13, págs. 1758, 1772-74.
- 19 *Id.*, pág. 1758.
- 20 S. Carreño Mendoza, *Acuerdos de intenciones y gestión de la incertidumbre en las adquisiciones de empresa*, 132, (Universidad de los Andes, 2022).
- 21 F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8, pág. 32.
- 22 Si bien existen diferencias que se explicarán más adelante, comparte la racionalidad de la solución inglesa y española (que se inspira en la primera). Al respecto, Regla 21.1 del Código de adquisiciones 2021 (Inglaterra) y los artículos 134 RDL 4/2015 y 28 RD 1066/2007 (España).
- 23 J. García de Enterría, *supra* nota 10, pág. 95.
- 24 S. Carreño Mendoza, *supra* nota 20, pág. 174
- 25 A. Schwartz, *supra* nota 6, págs. 238-39.
- 26 L. Arye Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 University of Pennsylvania Law review n.o 2, 719-720 (2003).
- 27 R. Cooter & B. J. Freedman, *The Fiduciary relationship: Its economic character and legal consequences*, 66 New York University Law Review 1045-1075 (1991).
- 28 L. A. Bebchuk, *The case for increasing shareholder power*, 118 Harvard Law Review n.o 3, 856 (2005).
- 29 *Id.*, pág. 877; S. M. Bainbridge, *supra* nota 5, pág. 1751.
- 30 S. M. Bainbridge, *supra* nota 5, pág. 1752.
- 31 S. Carreño Mendoza, *supra* nota 20, pág. 131.
- 32 M. Sáez Lacave, *Activismo accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC*, 4 InDret 29 (2018).
- 33 *Id.*, págs. 36-37.
- 34 F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8, pág. 4.
- 35 T. R. Burch, *Locking out rival bidders: The use of lockup options in corporate mergers*, 60 Journal of Financial Economics, 103-141 (2001); A. O. Saulsbury IV, *The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo- American Target Companies*, 37 Delaware Journal of Corporate Law 115-161 (2012).
- 36 A. O. Saulsbury IV, *supra* nota 35, págs. 144-46.
- 37 J. C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, 79 Texas Law Review n.o 2, 271-382 (2000).
- 38 J. F. Cotter & M. Zenner, *How managerial wealth affects the tender offer process*, 35 Journal of Financial Economics 63-97 (1994).
- 39 L. A. Bebchuk, J. C. Coates IV & G. Subramanian, *supra* nota 10.
- 40 Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 The University of Chicago Law Review, 995 (2002).
- 41 S. M. Bainbridge, *supra* nota 5, págs. 1744 y ss.
- 42 L. A. Bebchuk, *supra* nota 28, pág. 836.
- 43 S. M. Bainbridge, *supra* nota 5, págs. 1744-1746.
- 44 S. M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 Delaware Journal of Corporate Law 808 (2006).
- 45 C. Paz-Ares Rodríguez & R. Nuñez-Lago, *supra* nota 12; F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8, págs. 6-7.
- 46 Sobre instrumentos disponibles y control judicial, véase S. Carreño Mendoza, *supra* nota 20, págs. 132 y ss.
- 47 L. A. Bebchuk, *supra* nota 28, pág. 846.
- 48 F. Reyes Villamizar, *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea*, 4.a ed., 287 (Legis, 2013).
- 49 F. Reyes Villamizar, *Derecho societario*, 3.a ed., I., 590 (Temis, 2019).
- 50 Derecho mercantil Colombia. Teoría general de las sociedades
- 51 El artículo 25 de la Ley 222 de 1995 autoriza una convocatoria directa por parte de los accionistas para deliberar sobre la acción social de los administradores.

- 52 Algunos autores distinguen dos componentes de la gestión social: la administración orientada al manejo de las relaciones internas de la compañía y su proyección con los accionistas y la representación legal encaminada a las relaciones jurídicas con terceros. J. I. Narváez García, *supra* nota 50, págs. 274 y ss.
- 53 Al respecto, artículo pagos por terminación.
- 54 J. García de Enterría, *supra* nota 10.
- 55 F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8, págs. 6-7.
- 56 Art. 6.15.2.1.19. “Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición. A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes”.
- 57 Real Decreto 1066/07, art. 28.
- 58 J. García de Enterría, *supra* nota 10, pág. 98.
- 59 Art. 6.15.2.1.19. “A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, *salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes*” (cursiva fuera del texto).
- 60 Art. 6.15.2.1.19. [...] “5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta”.
- 61 S. Carreño Mendoza, *supra* nota 20, pág. 140.
- 62 Reglas 25.2-25.9 del Código de adquisiciones (2021). El derecho español sigue el camino trazado por el derecho inglés, pero guarda silencio sobre la recomendación del experto independiente frente a los términos económicos de la operación. Art. 24 del RDL 1066/07.
- 63 En el comentario 2 explicativo de la Regla 25.2 del Código de Adquisiciones, se recomienda que el administrador conflictuado no suscriba el informe.
- 64 AA. VV., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union*, 2002, 21.
- 65 J. García de Enterría, *supra* nota 10, pág. 111.
- 66 Palmieri hace un estudio pormenorizado de la argumentación empleada en este caso, se recomienda su lectura. R. Palmieri, *supra* nota 3, págs. 169 y ss.
- 67 L. A. Bebchuk, *supra* nota 40, págs. 999 y ss.
- 68 En el derecho estadounidense, siguiendo la regla Revlon, no se trata de una potestad de los administradores. En estos casos, su deber cambia y están obligados a maximizar el beneficio de los accionistas, esto es, conseguir el mejor precio de venta posible.
- 69 F. Gómez Pomar & M. I. Sáez Lacave, *supra* nota 8, pág. 11.
- 70 J. García de Enterría, *supra* nota 10, pág. 110.
- 71 Comentario 1 a la Regla 21.3.
- 72 Comentario 1 a la regla 21.2.
- 73 S. Carreño Mendoza, *supra* nota 20, pág. 138.
- 74 S. Carreño Mendoza, *Breakup fees o pagos por terminación en las Ofertas Públicas de Adquisición: ¿Por qué no los asume la compañía objetivo?*, 44 Revista de Derecho Privado 275-309 (2023).
- 75 T. R. Burch, *supra* nota 35, pág. 104.

Licencia Creative Commons CC BY 4.0

Para citar este artículo/To cite this article: Sergio Carreño Mendoza, *Adquisiciones hostiles y el rol de los administradores. La regla de la pasividad en el derecho colombiano*, 72 Vniversitas (2023). <https://doi.org/10.11144/Javeriana.vj72.ahra>