

Bolsa Nacional de Valores S. A.
Dirección de Asesoría Legal
AL- 099 -01

PARA: DEPARTAMENTO DE SUPERVISIÓN DE MERCADOS.

DE: Lourdes Fernández Quesada. Directora Dep. Legal.
Fresia Ramírez Villalobos. Abogada Asesora

ASUNTO: Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)

FECHA: 26 de abril del 2001.

cc.: Federico Carrillo Zurcher. Gerente General.
Rodolfo Méndez Fraguela. Sugerente General.

A) RESUMEN INICIAL

- ❖ Las ofertas públicas de adquisición son operaciones mercantiles y del mercado de valores, teniendo una triple trascendencia: jurídica, financiera y bursátil: Jurídica, ya que se trata de operaciones reguladas en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, cuyo procedimiento está también determinado reglamentariamente; Financiera, ya que la sociedad oferente debe abonar un precio por las acciones a adquirir o entregar otros títulos en contraprestación, con la consiguiente necesidad de obtener recursos financieros al efecto; y Bursátil, ya que la oferta pública de adquisición se realiza sobre valores de sociedades cotizadas, constituyendo una operación del mercado de valores.
- ❖ La ordenación jurídica de las OPAs tiene como parámetros esenciales la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades bursátiles en los supuestos de cambio de control y el establecimiento de un procedimiento que asegure, al mismo tiempo, las exigencias de estabilidad e integridad del mercado de valores.
- ❖ La configuración de las OPAs se caracteriza por el hecho de resolverse de forma directa entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada, sin mediación o participación alguna de los administradores.
- ❖ En doctrina se habla de 4 etapas fundamentales en el desarrollo de las OPAS, éstas son: fase preparatoria (acuerdo de formular una OPA), fase de formulación de la oferta (escrito de autorización ante las entidades reguladoras), fase de defensa (mediadas anti opas, en caso de que se permitan) y fase de ejecución o liquidación (ejecución de las compraventas y pago del precio)

- ❖ Las medidas anti- opa son prohibidas en la mayoría de las legislaciones europeas, éstas medidas han encontrado su máximo desarrollo en el mercado norteamericano.
- ❖ Entre las modalidades de OPAS encontramos principalmente las conocidas como OPAs hostiles y OPAs amistosas, dependiendo de la posición que adopte el órgano de administración de la sociedad afectada.
- ❖ En nuestro país encontramos la regulación de las OPAS en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, en el Reglamento Sobre Oferta Pública de Adquisición y en el Acuerdo SGV- A-10 Procedimiento para la Mejora de Ofertas dentro de una Oferta Pública de Adquisición.

B) LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION (OPAs)

1.- El fenómeno de la toma de control

Señala el tratadista Javier García de Enterría¹, que "(...) *El control societario, como elemento que lleva consigo la facultad de administración de la empresa y, con ello, la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, se convierte de este modo en un "bien" susceptible de ser adquirido y transmitido, en virtud fundamentalmente del presupuesto de la libre transmisibilidad de las acciones que ontológicamente caracteriza a las sociedades bursátiles y de la correlativa posibilidad de cualquier persona de formar un paquete de control mediante la simple reunión o agregación de acciones que anteriormente estaban dispersas (...)*".

La estructura y composición del capital y del accionariado, condicionan evidentemente de forma necesaria la extensión e intensidad de este fenómeno (control societario) que tiene lugar, en muy diversos grados. La realidad es que en una gran mayoría de las grandes sociedades anónimas abiertas o bursátiles se quiebra la vinculación tradicional entre la gestión y la propiedad de la empresa, al descansar aquélla en participaciones de capital que por sí solas son insuficientes para asegurar la mayoría en las juntas de accionistas.

Este fenómeno recogido por Garrigues² bajo el término de "*feudalismo financiero*" encuentra sus raíces en la existencia de una pluralidad de pequeños accionistas con un capital reducido y carentes de toda *affectio societatis*, para quiénes la rentabilidad de su inversión -en forma de dividendos y -de cotización, es el único factor explicativo de su ingreso en la sociedad. Esta creciente dispersión del capital accionario produce que la facultad de dirección de las sociedades abiertas descansa en una participación accionaria cada vez menor y que el poder de los administradores se ejercite con un elevado nivel de independencia frente a los accionistas, se da lo que se conoce como desnaturalización del equilibrio de poderes.

¹ GARCIA DE ENTERRIA (Javier), Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs, Civitas Ediciones, S.L., Madrid, 1999, p.25.

² GARRIGUES, citado por GARCIA DE ENTERRIA, op. cit., p. 52

Esta progresiva afirmación de un poder gestor autónomo localizado en los órganos de administración, -no obstante que contribuye a la organización eficiente de la base patrimonial de la empresa-, suscita numerosas cuestiones a propósito de la protección de los accionistas minoritarios. Lo anterior, en virtud de que éstos al estar concentrados especialmente en la rentabilidad y liquidez de su inversión, dejan de lado su función fiscalizadora. Cabe señalar que dicha labor de control no es fácil de cumplir, en virtud de que no sólo la información necesaria para llevarla a cabo puede resultar difícil de adquirir, sino que su estudio y evaluación requiere de grandes esfuerzos que normalmente no guardan relación alguna con los beneficios que el accionista podría obtener. Y aún realizando tal labor, debe poseer la suficiente capacidad de influencia sobre los propios administradores y sobre los restantes accionistas para poder poner en práctica sus recomendaciones.

Es por ello que la venta de acciones en el mercado es la salida más fácil a cual echar mano, por parte de aquel accionista que esté descontento con la forma en que se está administrando la empresa.

En resumen, la inhibición de los accionistas en la labor de fiscalización y vigilancia del órgano gestor, y la consiguiente quiebra del equilibrio de poderes, nos lleva a entender la relevancia adquirida por el problema del control del poder societario y su consideración como médula central del moderno Derecho de sociedades, el cual había sido ignorado en el clásico Derecho de sociedades. Surge pues la urgente necesidad de encontrar nuevos mecanismos de defensa del accionista minoritario a efecto de frenar en cierta medida el poder irrestricto de los órganos de dirección.

Esta búsqueda carece en la actualidad todavía de soluciones claras y contundentes, sin menospreciar los esfuerzos que el legislador de cada país ha realizado en aras de proteger a los pequeños inversionistas, entre ellos el control realizado por los órganos de carácter público que encuentran en la protección de los accionistas uno de los pilares esenciales de actuación.

Sólo entendiendo y apreciando el fenómeno antes descrito es que podemos captar la esencia de una operación como las OPAS y el significado que las mismas revisten para perfilar la estructura institucional de las empresas que cotizan sus valores en bolsa. La configuración misma de las OPAS, que se caracterizan por el hecho de resolverse de forma directa entre el adquirente u oferente y los accionistas de la sociedad afectada, sin mediación o participación alguna de los administradores, y sin más exigencia formal respecto de éstos que la de pronunciarse sobre la operación, justifican la creciente conexión del Derecho societario con la realidad de los modernos mercados de valores.

2.- Concepto:

Las ofertas públicas de adquisición (OPAs) han sido formuladas primordialmente para controlar y ordenar el proceso de la toma de control que se produce, al adquirir una sociedad, el poder sobre otra empresa de su interés. Toma de control que se instrumenta por medio de la adquisición de acciones en el mercado de valores. Las

ofertas públicas de adquisición constituyen mecanismos específicos de toma de control de una sociedad cotizada, a través de la adquisición de un determinado porcentaje de acciones, atendiendo principalmente a la protección de los intereses de los accionistas no mayoritarios de la sociedad afectada.

En este sentido el tratadista José Enrique Cachón Blanco, en su obra “Derecho del Mercado de Valores”, señala:

*“Las ofertas públicas de adquisición constituyen operaciones del mercado de valores de indudable interés económico y jurídico. Las ofertas públicas de adquisición constituyen mecanismos de apelación pública al mercado de valores y en particular, a los accionistas de una sociedad anónima cotizada para que vendan sus valores a la entidad que formula la oferta, con la finalidad de obtener o mejorar el control de la citada sociedad. Por ello, las ofertas públicas de adquisición han de ser estudiadas en el marco de los procesos de toma de control, es decir, de los mecanismos por los que una entidad adquiere, en detrimento de otra, acciones u otros valores de la misma que le permitan el control de las decisiones de la sociedad.”*³

En igual sentido, Zurita Saénz de Navarrete, da un concepto preliminar de OPA, de la forma que sigue:

*“una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad (...) que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad”*⁴

*“La oferta pública de adquisición es una oferta irrevocable de adquirir –bajo ciertas condiciones- valores mobiliarios (...) dirigida a los titulares de los mismos, pluralidad indiscriminada de sujetos (...) que los poseen, a través de anuncios públicos verbales (radio, televisión, etc.) o escritos (circulares, publicaciones en los periódicos, etc.). Normalmente el oferente pretende adquirir un poder de control sobre las sociedades que han emitido dichos títulos o bien fortalecer un poder ya existente (...)”*⁵

El objetivo principal perseguido por la regulación de las OPAs es el respeto al principio de igualdad de trato de los accionistas y otros destinatarios de la OPA. De este principio se desprenden otros como lo son: el derecho de todos los accionistas a recibir

³ CACHON BLANCO, JOSÉ ENRIQUE. Derecho del Mercado de Valores. Tomo II. Editorial Dykinson. Madrid, 1993. p. 303.

⁴ Citado por DE CÁRDENAS SMITH, CARLOS. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Editorial Civitas, Madrid, 1993, p. 31.

⁵ PIETRA (Emilio), La Disciplina de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) en Suiza, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Madrid, N 53, enero-marzo de 1994, año XIII, p.89

la misma información y el principio según el cual el control debe ser ejercido por el accionista mayoritario de buena fe y sin oprimir a los accionistas minoritarios.

De acuerdo con José Ramón Cano Rico ⁶, las OPAs constituyen una "*operación financiera por la cual una empresa o un grupo financiero hace conocer públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en Bolsa su deseo de adquirir el control de la misma. Se exige el cumplimiento de unos requisitos y procedimientos especiales relativos a la presentación y formalización de las propuestas, desarrollo y ejecución de la contratación que se sigue de ella y publicidad de la oferta*"

3.- Naturaleza:

Atendiendo a la teoría general de los contratos, podemos ubicar la OPA como una especie de *precontrato*, concebido como una *promesa de compra o de adquisición*, por virtud de la cual una empresa se compromete a adquirir aquellos valores cuyos titulares manifiesten su aceptación dentro de un plazo preestablecido.⁷ Como característica propia de este tipo de actos jurídicos, la perfección de las compraventas se produce a partir del momento en que se producen las respectivas aceptaciones, siendo en este instante cuando se produce la traslación del dominio sobre los títulos. Ahora bien, en esta oferta u opción de compra, a menos que los títulos objeto de la operación fueren nominativos, los optantes o destinatarios estarían identificados en su forma genérica de *tenedores de los documentos*.

4.- Etapas, clasificación y principios de las OPAs:

i.- Etapas de la OPA.

De acuerdo con Cachón Blanco, las Ofertas Públicas de Adquisición tienen cuatro etapas en su preparación y desarrollo, las cuales se detallan a continuación:

- a) Fase Preparatoria: La entidad oferente desarrolla una actividad interna de formación de su voluntad de controlar una sociedad determinada, y entre los diferentes procedimientos aplicables, toma la decisión de formular una oferta pública de adquisición.
- b) Fase de Formulación de la oferta: Comprende la presentación, difusión y desarrollo de las OPAs.
- c) Fase de Defensa por parte de la sociedad afectada por la oferta: Esta fase puede ir precedida de medidas de protección o defensas previas a la existencia de una OPA.

⁶ CANO RICO (José Ramón), Enciclopedia de la Bolsa y del Inversos Financiero, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, 1997, p. 345

⁷ Si bien es cierto los numerales 1053, 1054 y 1055 de nuestro Código Civil se refieren textualmente a la promesa de *venta* y a la promesa recíproca de *compraventa*, ello no implica que las ofertas de compra no estén reguladas, y mucho menos que las mismas se encuentren proscritas en nuestro ordenamiento jurídico, toda vez que por un lado el acto de compra es consustancial al acto de venta, y por otro, al contemplarse la promesa recíproca de compraventa, de forma clara se está previendo la posibilidad de que la parte compradora postule una promesa respecto de su posición contractual.

d) Fase de Ejecución o Liquidación de la Oferta Pública de Adquisición: Esta comprende la ejecución de las operaciones bursátiles de compraventa entre el oferente y los accionistas que aceptan la oferta y se efectúa a través de los procedimientos bursátiles ordinarios.

ii.- Clasificación o modalidades de la OPA.

En la práctica existen diversos tipos o modalidades de ofertas públicas de adquisición, a continuación se expone uno de los criterios de clasificación más utilizados.⁸

a- Por el tipo de oferente, las OPAs pueden ser formuladas por la propia sociedad cuyos títulos son objeto de la OPA (caso de la OPA de exclusión, por modificación de estatutos o de reducción de capital con adquisición de acciones propias para su amortización) o por un tercero ya sea accionista o no.

b- Por la posición que adopte el órgano de administración de la sociedad afectada, las OPAs suelen clasificarse en hostiles y amistosas. La *hostilidad* es característica de las operaciones en las que el oferente busca rentabilizar su inversión mediante el desplazamiento de los antiguos órganos directivos y la puesta en práctica de un cambio radical en la gestión social. La *amistosa o negociada* generalmente es motivada por la simple búsqueda de sinergias y de los beneficios que habitualmente acompañan a la integración de dos empresas.

Siguiendo a García de Enterría⁹, la gran mayoría de las Opas suelen presentar elementos de ambos tipos, en el sentido de que tanto la operación puramente amistosa, en la que falta cualquier tipo de presión más o menos encubierta, como la absolutamente hostil, en la que no hay línea de comunicación alguna entre las dos partes, son supuestos extremos difíciles de encontrar en estado puro. Con frecuencia, también, adquisiciones que empiezan presentando notas de clara hostilidad se convierten con el tiempo en operaciones negociadas de carácter amistoso, que acaban realizándose con el apoyo y respaldo de los órganos gestores de la sociedad afectada

c- Por el tipo de contraprestación ofrecida, las OPAs pueden ser en dinero, en títulos o valores (que, a su vez, pueden estar en circulación o ser de futura emisión) o mixta.

d- Por la extensión de la OPA, ésta puede ser total o parcial. En ambos casos la oferta es general pues se dirige a todos los tenedores de valores de la sociedad afectada, pero mientras que en el primer caso no existe un número máximo de valores a los que el oferente se comprometa a adquirir, en la OPA parcial se establece tal límite máximo.

e- Por el momento de la formulación, las OPAs pueden ser a priori o a posteriori de la adquisición de una participación significativa. Cabe señalar, que en la mayoría de los

⁸ DE CARDENAS Op. cit. p.35

⁹ GARCIA DE ENTERRIA, op. cit., p. 71 y 72.

ordenamientos la OPA es a priori. No obstante, se exige también la formulación de una OPA (*opa a posteriori*), en los casos en que una persona física o jurídica, como resultado de su propia adquisición o de la adquisición por parte de personas que actúan en concierto con ella, posea valores que, añadidos a las participaciones que ya posea, tanto por sí como por terceros, le confieran un porcentaje de derechos de voto que le otorguen el control de la sociedad.

f- Según su formulación, puede ser obligatoria o voluntaria para el oferente. La OPA obligatoria se impone necesariamente a quién pretenda adquirir el control de una sociedad bursátil y supone la obligación del oferente de promover una oferta pública de adquisición en idénticas condiciones para todos los accionistas y para la compra de todo el capital social, con sujeción a una serie de requisitos de información. Cabe señalar que el régimen de OPAs obligatorias, y la consiguiente obligación de canalizar cualquier operación de adquisición o de transmisión de participaciones accionariales significativas a través de una OPA, se presenta como un elemento característico del estatuto jurídico de las sociedades bursátiles, que no rige en absoluto para las sociedades cerradas que no coticen sus valores en un mercado secundario oficial.

g. OPAs competidoras: Se trata de la posibilidad de que varias sociedades pujen por obtener el control de una misma sociedad afectada. Estas aseguran el funcionamiento de un verdadero "mercado de control societario", en el que los recursos puedan gravitar hacia el oferente que más valor les atribuya y, según la lógica económica, hacia su utilización más valiosa. En este supuesto quiénes se benefician, evidentemente, son los accionistas de la sociedad afectada, ya que pueden asistir a una verdadera puja por sus valores de participación social y obtener por los mismos un precio superior al que un único oferente habría estado dispuesto a ofrecer. Sin embargo, para el correcto funcionamiento del mercado, es presupuesto la garantía de la *par conditio concurrentium* entre los distintos oferentes, así como el establecimiento de un nivel mínimo de igualdad jurídica entre los potenciales competidores.

iii.- Principios Generales que fundamentan la normativa jurídica en materia de OPA.

Los principios generales del moderno mercado de valores, fundamentan el marco jurídico de regulación de las OPAs y en particular los siguientes:

a- Principio de Protección a los Ahorrantes: Para este caso, limitado a los accionistas de la sociedad afectada, ofreciendo al efecto un esquema de garantías, publicidad y seguridad que evite la lesión de los intereses legítimos de éstos, a través del control de estas operaciones por parte de la entidad reguladora, en nuestro país corresponde a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

b- Principio de Igualdad o *equality of information*: Evitando que unos accionistas se vean beneficiados en detrimento de otros, dirigiéndose a todos los accionistas en igualdad de condiciones (o mediante un mecanismo de prorrateo que beneficia precisamente al pequeño accionista). La información sobre las sociedades participantes en una oferta de adquisición debe intentar ponerse a disposición de todos los accionistas, al mismo tiempo y de la misma forma.

c- Principio de Información: Su principal aplicación se da en el prospecto o folleto que la sociedad oferente ha de presentar a la SUGIVAL y posteriormente difundir tras la aprobación de la oferta.

d- Principio de Transparencia o *full disclosure*: El mecanismo de la OPA evita que estas operaciones tengan lugar sin conocimiento por parte del mercado de valores en general, como sucedería a través de operaciones directas y sucesivas u otros procedimientos (conocidos como el goteo, o ramassage, que son compras y ventas sucesivas pretendiendo guardar el secreto del nombre del adquirente). Debe asegurarse una información amplia y completa que permita a los accionistas, en tanto que destinatarios de la oferta, tomar una decisión fundada sobre sus valores cuando se vean confrontados a una operación de toma de control de la sociedad a la que pertenece

5.- Irrevocabilidad de la oferta:

El Principio de Irrevocabilidad o Inmodificabilidad de la oferta admite ciertas excepciones. y ellas son permitidas cuando el oferente modifique las características de la oferta siempre que tal revisión fuere más beneficiosa para los destinatarios de la misma.

Tales modificaciones quedan sometidas a los siguientes requisitos:

a) Debe implicar necesariamente un trato más favorable para los destinatarios de la OPA, bien porque se mejore la contraprestación, bien porque se amplíe el porcentaje de cobertura.

b) Debe respetar el principio de igualdad de trato de todos los destinatarios de la OPA que se encuentren en iguales circunstancias.

c) Tiene que ser aprobada por la entidad reguladora.

d) La modificación debe tener lugar en un momento anterior al plazo previsto para la aceptación.

e) Asimismo si ésta es aprobada, debe ser objeto de nuevas publicaciones en la misma forma que lo fue la OPA.

La decisión modificativa legalmente adoptada se acreditará por quien hubiere promovido la oferta mediante documento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la OPA con referencia expresa a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados.

La modificación de la oferta obliga al órgano de administración de la sociedad afectada a emitir un informe sobre ésta en el plazo establecido en la ley.

Salvo declaración en contrario se entenderá que el destinatario de la oferta que la hubiera aceptado con anterioridad a su modificación se adhiere a la oferta revisada. Esta previsión es lógica si se piensa que la entidad reguladora solamente autorizará aquellas modificaciones que impliquen un trato más favorable para los destinatarios de la oferta.

En cuanto al número de modificaciones que el oferente pueda realizar, no existe limitación. Por lo tanto en principio el oferente podrá modificar las condiciones de su oferta en más de una ocasión, sin embargo la entidad reguladora podrá no autorizar aquellas modificaciones que puedan resultar abusivas por afectar más de lo razonable al funcionamiento de la sociedad afectada.

6.- Información Privilegiada:

En vista del perjuicio que puede producirse al mercado por virtud del uso indebido de información privilegiada, todas aquellas personas (particulares y funcionarios) que tengan conocimiento de la presentación de una solicitud de OPA ante el órgano supervisor o entidad reguladora, están obligadas a guardar secreto sobre la misma. Dicha obligación se mantendrá mientras las respectivas diligencias no sean aprobadas y no se haya verificado la publicidad de la información.

7.- Globalización de la oferta:

Las ofertas públicas de adquisición deben dirigirse a todos los tenedores de valores de la sociedad afectada. Lo anterior independientemente de que se trate de una oferta de compra total de los títulos en circulación (OPAs totales) o bien, una oferta limitada a un número o porcentaje de dichos valores (OPAs parciales).

En caso de tratarse de una oferta pública de exclusión, obviamente la oferta de la propia empresa emisora debe comprender la compra de la totalidad de sus títulos que se cotizan en bolsa, siendo que en estos casos no es dable la implementación de ofertas parciales.

Sin embargo, es lícito indicar que en la doctrina existen criterios encontrados en cuanto conveniencia de las OPAs parciales, toda vez que sus detractores, entre ellos Eddy Wymeersch, afirman que solamente una oferta pública en la que tomasen parte todos los accionistas, incluidos los accionistas vendedores que tuvieran el control, ofrecería garantía plenas de un mejor precio a todos los accionistas y permitiría que se presentasen al llamado de la oferta.

“ El debate es amplio en esta materia, como en todas las relativas a OPAs. Gregorio Arranz Pumar (op.cit, pág. 73) señala que “estos argumentos pueden ser fácilmente combatidos” y Wymeersch, Eddy (op.cit. pág. 57) señala: “Solamente una oferta pública en la que tomasen parte todos los

*accionistas, incluidos los accionistas vendedores que tuvieran el control, ofrecería garantías plenas de un mejor precio a todos los accionistas y permitiría que se presentasen”.*¹⁰

8.- Beneficio al inversionista por aumento del precio de los títulos:

Cachón Blanco en su obra supra citada, indica sobre el beneficio que de alguna forma deriva el tenedor de los títulos, ante el alza de precios que se produce por efecto de la OPA:

*“Las ofertas públicas de adquisición, salvo en supuestos especiales, se realizan a precio superior al de Bolsa, porque los accionistas no venderán sus títulos en una OPA si los pueden vender directamente en su respectivo mercado ordinario a precio mayor y sin dilaciones. Una vez publicada una OPA, el mercado bursátil, que no había sabido valorar adecuadamente tales acciones, reacciona al alza, y el precio de la acción tiende a moverse hacia el precio de la OPA. Las ofertas públicas suponen normalmente incremento de precio de las acciones y ello suele aportar una ganancia inmediata para el accionista. Ahora bien, se trata de una ganancia latente hasta que no se vendan los valores.”*¹¹

9.- Determinación y control de un precio mínimo de adquisición:

No obstante esperarse un alza en el precio de los títulos objeto de la oferta, resulta necesario que se establezca un precio mínimo de negociación, o bien, la descripción de los lineamientos o parámetros a seguir para la determinación objetiva del mismo. De esta forma, haciendo referencia a la legislación española, esta ha formulado el siguiente criterio orientador para la determinación del precio mínimo de compra:

“No puede ser inferior al que resulte de tomar en cuenta de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos, los siguientes criterios:

- *valor teórico contable de la sociedad.*
- *valor liquidativo de la sociedad.*
- *cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al acuerdo de exclusión.*
- *precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad si se hubiere formulado una OPA en el último año.”*¹²

10.- Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva (medidas anti-opas)

¹⁰ Ver CACHON BLANCO Op.Cit. Tomo II. Pag. 321. Nota No. 11.

¹¹ Ver CACHON BLANCO Op.Cit. Tomo II. Pag. 315.

¹² Ver CACHON BLANCO Op.Cit. Tomo II. Pag. 330, 331.

Hemos indicado líneas arriba, que cuando se formula una oferta pública de adquisición, existe un deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada con relación a cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto perturbar el desarrollo de la oferta. No obstante, en el caso de un proceso hostil de adquisición, existe la posibilidad de la adopción de medidas defensivas por parte de los administradores de la sociedad afectada. Cabe señalar que la tendencia moderna va encaminada a impedir la adopción de tales medidas por parte de los gestores. Especial importancia cabe atribuir al régimen británico, cuyo *City Code on Takeovers and Mergers*¹³ encarna el modelo normativo más perfeccionado de regulación de las OPAs del continente europeo, en esta normativa quedan claramente desterradas las numerosas operaciones defensivas que la práctica había ido conformando. A contrario sensu, debemos indicar que en el mercado norteamericano, las sociedades afectadas disfrutaban de amplísimas posibilidades en orden a la defensa de su independencia frente a adquirentes hostiles y de este mercado es que provienen las más sofisticadas operaciones defensivas conocidas en la práctica.

Entre esa gran variedad de estratagemas que emplean los gestores para protegerse contra las OPAs hostiles, se encuentra una de las defensas más fuertes conocidas como las *píldoras venenosas* o *poison pills*. Estas pueden tomar diversas formas, pero el común denominador es que se impone algún tipo de costo a la empresa que hace la postura, por ej. Se puede forzar a la empresa a que diluya sus activos de capital (emitiendo nuevas acciones a accionistas que no incluyan al oferente), revocando o diluyendo el derecho de voto de este último (causando un cambio predeterminado en las facultades de votación, que surte efecto cuando entra el oferente), o forzándolo a asumir obligaciones financieras no deseadas, o asumiendo más deuda o vendiendo algunas divisiones de la compañía. Otra medida anti-opa lo constituyen los recursos o acciones judiciales o administrativos que la sociedad afectada puede entablar contra la OPA de que es objeto, como estrategia para prolongar o retardar el desarrollo de la OPA. La sociedad afectada dispondría de más tiempo y posibilidades para intentar poner en marcha medidas defensivas de diversa naturaleza o para buscar un oferente distinto que pueda resultarle más atractivo (*se le conoce como un caballero blanco* o *white knight*)

Por último en cuanto a este tema, podemos señalar que el Real Decreto 1.197/91 del 26 de julio, (*Decreto de OPAs Español*) prohíbe la adopción de este tipo de medidas durante el tiempo que media entre la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y la publicación del resultado de la oferta, y enumera brevemente aquellas medidas anti-opas que en ningún caso podrán ser adoptadas, a saber¹⁴: a) acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de

¹³ El *General Principle 7 del City Code on Takeovers and Mergers* prohíbe cualquier medida adoptada por los administradores, sin autorización de la junta general de los accionistas, que pueda frustrar una OPA de buena fe o que elimine la oportunidad de los accionistas de pronunciarse sobre la misma.

¹⁴ GONZALEZ ECHENIQUE (Leopoldo), La Directiva Comunitaria sobre OPAs: Análisis de las Líneas Generales del Texto y de su Incidencia en el Ordenamiento Interno Español, *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, Madrid, Marzo 2001, Número 2, p. 87

aquellas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General; b) efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta y ; c) proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

C) LA DIRECTIVA COMUNITARIA SOBRE OPAS

De acuerdo a Leopoldo González ¹⁵ "la propuesta de Directiva lleva tramitándose quince años; la denominación formal de la iniciativa (Decimotercera Directiva de Armonización en materia de derecho de sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Venta de Valores) no se corresponde realmente con su contenido. Se trata de una Directiva de armonización relativa al derecho de mercados de valores pues no contiene mandatos de armonización de normas propias del derecho de sociedades mercantiles".

Vale destacar las líneas principales contenidas en la citada Directiva, a efecto de lograr una mayor comprensión del tema y su aplicación en las comunidades europeas, las cuales nos llevan gran ventaja en lo referente al régimen jurídico de las OPAs.

El objetivo básico de la directiva es alcanzar un nivel mínimo de armonización en los Estados Miembros. Primeramente señala que la OPA implica un trato equivalente para todos los antiguos titulares de valores de la misma categoría de la sociedad afectada, esto significa que no pueden recibir un trato paralelo los titulares de valores que no sean iguales. Asimismo el precio ofrecido en la OPA debe ser equitativo y se exige velar porque a los titulares de valores de la sociedad afectada se les brinde la información necesaria para poder adoptar una decisión con pleno conocimiento de causa, para ello el oferente debe estar obligado a elaborar y publicar un folleto informativo. Indica que las autoridades de control deben supervisar el cumplimiento de los requisitos mínimos, sin embargo la Directiva no obliga a que este régimen se incorpore a través de un tipo de norma específica, ni a que sea una autoridad concreta la que deba supervisar el sistema, de tal manera que la autoridad supervisora tendrá naturaleza pública, corporativa o de cualquier otro orden, dependiendo de la naturaleza actual de los órganos de supervisión. Se permite a los Estados miembros decidir si las partes en una OPA tienen o no derecho a acudir a un proceso judicial o procedimiento administrativo, demandando la tutela de sus derechos e intereses legítimos.

Se permite a los Estados miembros a adoptar otros instrumentos con el fin de proteger los intereses de los titulares de valores siempre que no obstaculicen el curso normal de la OPA, en otras palabras se faculta a los Estados a establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas a fin de reglamentar las OPAs. También en la Directiva se faculta a fijar la contraprestación en dinero (*compraventa*) como en valores (*permuta*). Nos resta únicamente señalar que la Directiva restringe en forma genérica las medidas anti-opas.

¹⁵ Ver GONZALEZ ECHENIQUE, op. cit., p.76

D) LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION EN NUESTRA LEGISLACION:

1.- Ley Reguladora del Mercado de Valores

Podemos señalar que las ofertas públicas de adquisición carecían de una típica regulación en nuestro ámbito bursátil, constituyendo una figura poco conocida y escasamente desarrollada por nuestra doctrina. Sin embargo, es con la entrada en vigencia de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores, (LRMV) Ley # 7732, del 27 de enero de 1998, que se introduce y tipifica dicha figura en nuestra legislación.

Resulta necesario resaltar, lo que estipula el artículo 36 de la LRMV:

“Quién pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un sólo acto o actos sucesivos, un volumen de acciones u otros valores de una sociedad inscrita en (sic) Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y alcanzar así una participación significativa en el capital social, *deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los tenedores de acciones de esta sociedad (...)*” El énfasis es nuestro.

De lo expuesto se desprende lo siguiente: se limita el principio de la autonomía de la voluntad en el sentido de que quién desee adquirir ese volumen o participación significativa de acciones no puede hacerlo directamente y sin trabas con el vendedor o vendedores, sino que debe hacerlo presentando la correspondiente OPA, para que a su venta puedan acogerse todos cuantos lo deseen.

Asimismo, de la citada descripción legal se desprenden los siguientes elementos¹⁶:

-adquisición de participación significativa, es decir, adquisición de un porcentaje cuantitativamente determinado de valores. A tal efecto, no se consideran sólo las acciones detentadas, sino la suma de las acciones previamente poseídas y de las adquiridas.

-adquisición a título oneroso. Se excluyen las adquisiciones a título gratuito.

-no es imprescindible la adquisición en un sólo acto, sino que se tienen en cuenta las adquisiciones sucesivas.

-ha de referirse a valores de sociedades cotizadas, y que incidan de alguna manera en el derecho de voto, que es el que permite el control efectivo de la sociedad.

La ley de marras estableció un esquema sancionador cuando se soslaye la obligación de promover una OPA, en cuanto al ejercicio de los derechos derivados de

¹⁶ Ver CACHON BLANCO, Op. Cit., Tomo II Pag. 318

tales acciones adquiridas, prohibiendo el ejercicio de los derechos políticos correspondientes a las acciones así adquiridas (sin extender dicha prohibición a las acciones previamente detentadas). Igualmente, dado que lo anterior es fácil que resulte incumplido al tener el adquirente el control de la sociedad y de sus órganos, la LRMV establece la nulidad de los acuerdos adoptados con tales votos y faculta a la SUGEVAL a ejercitar la acción de impugnación.¹⁷

En otro orden de ideas, cuando tenga lugar una adquisición de acciones tal que represente más del 50% del total de los votos de la sociedad cotizada, no puede modificar los estatutos de ésta, salvo promoviendo una OPA ¹⁸.

2.- Reglamento sobre Oferta Pública de Adquisición

Este reglamento fue aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) , mediante artículo 7 de la Sesión 64-99 del 7 de enero de 1999, publicado en la Gaceta No 32 del 16 de febrero de 1999.

Este reglamento establece el procedimiento a seguir a la hora de promover una OPA, dentro de los puntos principales tenemos:

- ❖ **Definición de Participación Significativa:** es aquella que represente un porcentaje igual o superior al 25% y superior al 50% del capital en circulación y con derecho a voto de la sociedad afectada
- ❖ **Cómputo de la Participación:** se consideran tanto las acciones que se posean a título de dominio, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.
- ❖ **Contraprestaciones:** La OPA deberá formularse como compraventa cuyo pago se hará en dinero y se expresara por cada valor unitario.
- ❖ **Garantías de la Oferta:** El oferente deberá acreditar ante la SUGEVAL la constitución de garantía que cubran el 100% de la oferta, pueden constituirse en dinero o mediante aval.

i) Procedimiento:

A continuación haremos una indicación sucinta de los pasos que conforman el procedimiento de la OPA, de acuerdo con nuestra legislación:

Presentación de la solicitud:

¹⁷ El artículo 37 de la LRMV señala “Quién adquiera el volumen de acciones y alcance el porcentaje de participación referido en el artículo anterior, sin haber promovido la oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos de voto derivados de las acciones así adquiridas. Además, los acuerdos adoptados con su participación serán nulos. La Superintendencia estará legitimada para ejercer las acciones de impugnación correspondientes”. El énfasis es nuestro.

¹⁸ Ver artículo 38 LRMV.

La OPA está sujeta a la autorización previa del CONASSIF, con tal fin el oferente deberá presentar un escrito de solicitud de autorización dirigido a la SUGEVAL (entidad reguladora de valores), se acompañará de un folleto explicativo de la oferta y de la demás documentación pertinente. El folleto tiene 3 tipos de menciones: - elementos subjetivos de la oferta; -elementos objetivos de la oferta; y -elementos formales.

El folleto tiene especial relevancia por cuanto el incumplimiento de su contenido supone la denegación de la oferta pública o de una solicitud de información adicional, que por lo menos demora el proceso. El folleto contiene los datos y condiciones esenciales de la oferta pública de adquisición, por lo que constituye un instrumento propio de la oferta contractual. Ello implica que la aceptación de una OPA por un accionista constituye una aceptación de las condiciones de la misma contenidas en el folleto, es decir no sólo es aceptación en sentido económico- bursátil, sino en sentido contractual. Constituye también un instrumento de responsabilidad, por cuanto la inclusión de datos falsos o erróneos o la omisión de datos esenciales para formular dicho juicio fundado pueden suponer la responsabilidad del oferente por los daños ocasionados, siempre y cuando exista conexión entre el dato falso y la decisión adoptada por el inversor.

Constitución de garantías:

El oferente previo a la aprobación de la OPA, deberá acreditar ante la entidad reguladora la constitución de las garantías necesarias que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta, y deben necesariamente mencionarse en el folleto de la OPA.

Suspensión de cotización:

En caso de que la OPA sea admitida para su trámite, se acordará la suspensión temporal de cotización de los valores afectados. Esta suspensión se mantiene hasta la publicación de cualquiera de los anuncios de la oferta pública o hasta que lo disponga la entidad reguladora.

La suspensión de las transacciones en el mercado de valores es sumamente eficaz a efectos de que los intermediarios y demás participantes del mercado dispongan de un lapso mínimo para realizar los respectivos análisis y los consecuentes ajustes en los niveles de cotización de los títulos afectados por la OPA. De tal manera, que la compra masiva de los títulos no afecte de forma violenta el normal curso de las transacciones y no se produzcan daños y perjuicios a causa de la desinformación.

Limitación de la actuación de los órganos gestores:

A partir de la suspensión y hasta la comunicación de los resultados de la oferta, el órgano de administración de la empresa afectada se abstendrá de realizar cualquier

operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o que tenga por objeto perturbar el desarrollo de la oferta.

Autorización o denegación:

La aprobación o denegación de una OPA corresponde al CONASSIF, quién la aprobará o denegará dentro del plazo de 5 días hábiles a partir de su remisión por parte del Superintendente.

La autorización o denegación se configura como un acto reglado, por cuanto la denegación tiene que ser motivada y fundamentada.

Publicación de la OPA:

Una vez aprobada la OPA y notificada al oferente la autorización, éste está obligado a dar difusión pública y general a la oferta. Para ello deberá publicar los anuncios correspondientes en 2 periódicos de circulación nacional, en el plazo y forma establecido reglamentariamente.

Debe realizar la correspondiente comunicación a las bolsas de valores y debe poner a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta.

OPAs competidoras:

Dentro de los 15 días hábiles siguientes a la primera publicación de la oferta podrán presentarse opas competidoras, debiendo cumplir con los requisitos estipulados en el artículo 14 del reglamento de OPAs

Ofertas definitivas y oferta final autorizada

Si no se hubieren presentado OPAs competidoras dentro del plazo establecido, el Superintendente lo comunicará al oferente, quién deberá divulgar nuevamente su oferta, la cual se tendrá como la oferta final autorizada.

Si se hubieren presentado OPAs competidoras, el Superintendente convocará a todos los oferentes admitidos para que concurran a la SUGEVAL a presentar sus ofertas definitivas, pudiendo mejorar las ofertas originalmente admitidas ¹⁹.

El Superintendente deberá elevar al conocimiento del CONASSIF las ofertas definitivas presentadas, y éste autorizará la mejor oferta presentada y únicamente ésta permanecerá vigente y deberá ser divulgada en los mismos términos antes dichos..

Plazo para aceptaciones y presentación de aceptaciones:

¹⁹ En este caso debe acatarse lo dispuesto en el acuerdo SGV-A-10 Procedimiento para la Mejora de Ofertas Públicas

El plazo para la aceptación de la oferta final autorizada es de 15 días hábiles contados a partir de su primera publicación.

Informe del órgano de gestión:

El órgano de administración de la sociedad afectada debe redactar un informe detallado de la OPA, indicando sus observaciones a favor o en contra, si ha existido algún acuerdo entre la sociedad afectada y la sociedad oferente o entre ésta y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, opinión personal de los miembros del citado órgano sobre la OPA y su intención de aceptar o no la oferta por aquellos miembros del órgano de administración que sean titulares de valores afectados por la OPA.

Modificación de las ofertas e irrevocabilidad de la oferta final

Las OPAs únicamente podrán modificarse en los casos que señala el artículo 15 del reglamento de OPAs. Asimismo la oferta final autorizada será irrevocable salvo en el caso de que no sea aceptada por el porcentaje mínimo de capital al que se hubiera condicionado su eficacia.

Resultado de la oferta y publicación del mismo:

Una vez concluido el plazo de aceptaciones, las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores²⁰ deben comunicar a la entidad rectora el número total de valores comprendidos en las declaraciones presentadas. Una vez conocido el total de aceptaciones por la citada entidad, ésta deberá comunicar dentro del plazo establecido al efecto, el resultado positivo o negativo de la oferta al oferente, a la sociedad afectada, a las sociedades rectoras.

Declaración de aceptación:

Estas podrán realizarse por medio de cualquier puesto de bolsa en la forma que señale el folleto. Las aceptaciones son irrevocables y carecerán de validez en caso de someterse a condición.

Comunicación del resultado:

Transcurrido el plazo de aceptación el oferente deberá avisar y comunicar a la SUGIVAL el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas y la propuesta de liquidación. La Sugeval comunicará dentro del plazo reglamentariamente establecido a las bolsas de valores, al oferente y a la sociedad afectada, el resultado positivo o negativo de la oferta.

²⁰ Son las entidades previstas por la Ley del Mercado de Valores Española, para ejercer las funciones de dirección y administración de cada bolsa de valores. Es decir, existe una sociedad rectora por cada bolsa de valores que se encuentre en funcionamiento.

Prorrateo y liquidación de la operación:

Cuando el número de aceptaciones supere el límite máximo de valores que el oferente desea adquirir, debe procederse a efectuar un prorrateo entre las aceptaciones efectuadas. Si el resultado es positivo, es decir cuando el total de aceptaciones es igual o superior a los valores objeto de la oferta, se procede a liquidar la operación, o sea se ejecutan las operaciones de compraventa de valores que se derivan de la OPA, entre el oferente de la misma y los titulares de los valores.

Si el resultado de la OPA es negativo, por no alcanzarse el número mínimo de valores contenidos en la misma, la OPA no tiene efecto y no da lugar a las compraventas de los valores cuyos títulos hubieran aceptado la operación, de forma que éstos mantienen la titularidad de los mismos.

Las OPAs que hubieran alcanzado un resultado positivo se liquidarán en el mismo plazo previsto para las operaciones bursátiles al contado. La liquidación se realizará fuera de bolsa, pero por medio de intermediarios autorizados.