

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
FACULTAD DE DERECHO

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE LICENCIATURA EN DERECHO

LA COMPRA DE VALORES A TRAVÉS DE LA
OPA OBLIGATORIA

JOHANNA MONTEALEGRE CORTÉS

CIUDAD UNIVERSITARIA RODRIGO FACIO

2011

A mis padres

*Sobre la OPA obligatoria: "...dado que este sistema restringe seriamente la libertad de actuación de quienes están interesados en obtener una posición significativa en una sociedad cotizada (y también de quienes pretendan deshacerse de ella) al reglamentar un campo, como el de las operaciones de cambio de control, en el que otros ordenamientos han preferido no intervenir, es evidente que el mismo tiene que justificarse por sus propias ventajas y beneficios frente a cualquier otro modelo alternativo"*¹

¹ ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, 1º ed., Madrid, España, Editorial Civitas, S.A., 1996, p. 136.

ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA	i
EPÍGRAFE.....	ii
ÍNDICE GENERAL	iii
ABREVIATURAS.....	vi
RESUMEN	vii
FICHA BIBLIOGRÁFICA.....	ix
INTRODUCCIÓN	1
I. NOCIONES GENERALES DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES.....	7
1. La ordenación del Mercado de Valores.	9
A. Reseña Histórica del Mercado de Valores en Costa Rica.....	9
B. Concepto del Derecho del Mercado de Valores.....	10
C. Principios rectores del Derecho del Mercado de Valores.....	12
a. Principio general de eficiencia.	12
b. Principio de protección del público ahorrador.....	12
c. Principio de especialización financiera y pluralismo institucional.	
.....	13
d. Principio de protección de la estabilidad de las entidades	
financieras.....	13
e. Principio de transparencia en el mercado financiero.	13
2. Sujetos que intervienen en el Mercado de Valores.	14
A. Los emisores de valores.....	14
B. Los inversionistas.....	14
C. Los intermediarios bursátiles.	14
D. Las Bolsas de Valores.....	15
E. Superintendencia General de Valores.....	15
3. Composición del Mercado de Valores.....	15
A. El Mercado Primario.....	16
B. Oferta Pública de Valores Negociables.	17
C. El Mercado Secundario.	18
II. ANTECEDENTES DE LA OPA Y SUS MODELOS DE REGULACIÓN.....	20

. Consideraciones generales de la OPA.	21
2. Modalidades de OPA.	22
A. El modelo británico.....	23
B. El modelo estadounidense.....	25
C. Posición normativa en el Derecho español.....	26
3. El fenómeno de la toma de control.	28
III. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.....	30
1. Noción y justificación económica.	31
2. Régimen jurídico de la OPA.....	34
A. Principios que fundamentan el régimen jurídico de la OPA.....	35
a. Principio de Protección a los Ahorrantes.....	35
b. Principio de Igualdad.	35
c. Principio de Información.	35
d. Principio de Transparencia.	36
3. Elementos.....	36
A. Elementos subjetivos.....	36
a. El oferente.	37
b. El aceptante.	38
B. Elementos objetivos.....	38
a. Contraprestación.....	39
b. Garantías.....	41
IV. LA OPA EN EL DERECHO COSTARRICENSE.	42
1. Ley Reguladora del Mercado de Valores.	42
A. Sanción al incumplimiento de la obligación de promover una OPA.	44
B. OPA por modificación de Estatutos.....	45
2. Reglamento sobre Oferta Pública de Adquisición.....	47
A. Participación significativa.....	48
B. Cómputo de la participación.....	50
V. PROCEDIMIENTO A SEGUIR EN LA FORMULACIÓN DE UNA OPA.....	52
1. La oferta.....	53
A. Información sobre elementos subjetivos.	55

B. Información sobre elementos objetivos.....	56
C. Elementos formales de procedimiento.....	57
D. Comunicación de la oferta.....	58
E. Cese de efectos de la oferta.....	58
2. La aceptación.....	59
3. El contrato resultante de la concurrencia de la oferta y de la aceptación.....	60
VI. VALORACIONES AL SISTEMA DE OPA OBLIGATORIA COMO MODELO IMPERATIVO PARA LA TOMA DE CONTROL SOCIETARIO.....	62
1. Alcance y contenido del principio de igualdad de trato a los accionistas.....	63
2. La OPA obligatoria como técnica para repartir la prima de control.....	67
3. La OPA obligatoria como mecanismo de salida de los accionistas minoritarios ante la entrada del nuevo socio de control.....	70
4. Los costos que la OPA implica para el mercado de control societario.	72
CONCLUSIONES	75
RECOMENDACIONES	81
BIBLIOGRAFÍA	84
ANEXOS.....	91

ABREVIATURAS

MV	Mercado de Valores
SA	Sociedad Anónima
BNV	Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica S.A.
LRMV	Ley Reguladora del Mercado de Valores
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
OPA	Oferta Pública de Adquisición
City Code	City Code on Takeovers and Mergers
SEC	Securities and Exchange Act
LMV	Ley del Mercado de Valores, Decreto Real del 28 de julio de 1988
CC	Código de Comercio
ROPV	Reglamento sobre Oferta Pública de Valores
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero

RESUMEN

JUSTIFICACIÓN

La Oferta Pública de Adquisición (OPA) es siempre una noticia de interés en los diarios de circulación nacional, y hay motivo para ello. Una OPA lanzada sobre una compañía cotizada suele llevar consigo normalmente ganancias para sus accionistas e incertidumbre para su oferente o gestor.

La OPA se desarrolla en un ámbito económico-financiero, en el cual encuentra defensores y detractores; pues para unos, la posibilidad de formular una OPA es la garantía más eficaz de aumentar el valor de una empresa por parte del oferente en beneficio de sus accionistas; para otros, la OPA no es más que una violación a la libertad de comercio ante su carácter imperativo de formularla, si se tiene como fin controlar el destino de una sociedad bursátil.

Así, se coloca en tela de juicio la consagración de la OPA como mecanismo de utilización obligatoria en nuestro país, contemplado en el artículo 36 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Hipótesis de investigación: El problema que surge de la obligación legal de formular una OPA para la compra de participaciones significativas en las sociedades que cotizan sus valores en la Bolsa Nacional de Valores es el aspecto central del sistema de ordenación jurídica de esta figura, no sólo porque de este aspecto depende la aplicación en sí de toda una

disciplina, sino porque básicamente viene a condicionar los mecanismos de toma de control de las grandes empresas con la trascendencia jurídica y económica que ello implica.

Objetivo general: Estudiar el mecanismo de compra de valores a través de la OPA, así mismo realizar una descripción detallada del procedimiento de formulación de la OPA obligatoria de conformidad a la legislación costarricense actual.

Metodología: El plan de trabajo que se ha seguido para realizar la presente investigación, se fundamenta en los siguientes pasos lógicos: Búsqueda de las fuentes de información, comprensión del tema, primera selección de bibliografía básica, redacción de fichas piloto, elaboración de un esquema lógico del plan de desarrollo, iniciación de la lectura metódica, comparación de las fuentes de información, diseño del plan de desarrollo; se complementó la lectura, se redactó el borrador, el cual fue entregado para una supervisión, ajustes y revisión final del trabajo.

Conclusiones: La obligatoriedad de formular una OPA para la adquisición de participaciones significativas en una empresa que cotiza sus acciones en bolsa, basándose en una estricta regla de paridad de trato de los accionistas en las operaciones de toma de control, a mi parecer no debería basarse únicamente en simples percepciones que van ligadas al abstracto concepto de justicia que no responde a un verdadero análisis de la dinámica de la toma de control.

FICHA BIBLIOGRÁFICA

MONTEALEGRE CORTÉS, Johanna. La compra de valores a través de la OPA Obligatoria. Tesis de Licenciatura en Derecho, Facultad de Derecho. Universidad de Costa Rica. San José, Costa Rica. 2011. ix y 96 p.

Director: Dr. Víctor Pérez Vargas.

Palabras claves: Acciones, adquisición, oferta pública de adquisición, OPA, Ley Reguladora del Mercado de Valores, suscripción de valores, mercado de valores, SUGEVAL, Bolsa Nacional de Valores, control societario, toma de control.

INTRODUCCIÓN

No quisiera sorprender al lector en el presente trabajo de investigación sin antes advertirle que está próximo a conocer una figura jurídica que ha captado especial atención por tratarse de un modo peculiar para adquirir valores dentro del universo de las operaciones bursátiles. Resulta más bien, como una fórmula de integración económica entre las empresas que conlleva la posibilidad de una persona de formar un paquete de control, mediante la simple reunión de acciones que anteriormente estaban dispersas.

La figura que me he propuesto desarrollar, no podría llamarla novedosa, pero sí puedo afirmar que aún no resulta muy conocida ni explorada por los juristas costarricenses. Se trata de la Oferta Pública de Adquisición, más conocida como OPA, de la cual me he ocupado los últimos meses, y con base en los estudios y la observación cercana que he realizado de ésta; se presenta en este texto la descripción de sus características, modelos, finalidad y crítica del sistema de OPA existente en Costa Rica.

En términos generales, me permito guiar al lector en la comprensión de la OPA como una propuesta o invitación a realizar un determinado negocio jurídico y, por lo tanto la oferta mencionada pertenece a la fase preparatoria de un contrato (es, en realidad, una especie de pre-contrato). Consiste en un procedimiento mediante el cual una o varias personas vinculadas o no entre sí, pretenden adquirir en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones inscritas en una bolsa de valores, incluso también otros valores que

directa o indirectamente puedan dar derecho a su adquisición; todo este procedimiento para llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad.

Es por ello, que se caracteriza, primeramente, por ser un negocio jurídico unilateral, “de eficacia provisional” dice Muci Facchin, siempre buscando ser sustituido por el acuerdo bilateral definitivo que ponga fin al procedimiento.

Ahora bien, del contexto de la normativa legal se desprende que la OPA, en principio, consiste en una propuesta de adquisición, lo que en términos prácticos se puede plantear como una “propuesta de compra de valores” que ocurre dentro del mercado secundario.

En relación con lo expuesto anteriormente, puede el lector tener ya un breve entendimiento de la OPA que le permita conocer mi proposición en el análisis de cómo una OPA se lleva a cabo en apego a la normativa costarricense y por qué es ésta una figura jurídica con carácter obligatorio. Todo esto no sin antes informarle previamente al lector, sobre la naturaleza de esta figura y sus antecedentes en países como: España, Inglaterra y Estados Unidos de Norteamérica.

Una vez cumplido el objetivo de reseñar la OPA como una abstracción legal para darle al lector las herramientas conceptuales que involucra todo el procedimiento de la oferta pública de “compra” de valores; es el momento adecuado, para adentrarse en el punto grosso y objetivo principal de este trabajo de investigación; es decir, introducirse de lleno en el conocimiento de las reglas que regulan la oferta en un ámbito estrictamente académico y jurídico, para así resquebrajar el

problema planteado, lo cual es tratar de determinar cuales son las críticas que giran en torno al sistema de OPA adoptado en nuestro país.

Hago una advertencia de que las normas sobre la OPA son escasas en nuestro país, lo que me permite percibir que el legislador costarricense tímidamente ha puesto a nuestra disposición normas que la regulan.

Las disposiciones normativas de la OPA en Costa Rica, quedan sujetas a la reglamentación que aplica la Superintendencia General de Valores y, en tal sentido, este organismo ha resguardado las disposiciones contenidas en la Ley Reguladora del Mercado de Valores relativas a la OPA, la cual revisaremos exhaustivamente en este trabajo de investigación.

HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

El problema de la obligación legal de formular una OPA para la compra de participaciones significativas en las sociedades que cotizan sus valores en la Bolsa Nacional de Valores es el aspecto central del sistema de ordenación jurídica de esta figura, no solo porque de este aspecto depende la aplicación en sí de toda una disciplina, sino porque fundamentalmente viene a condicionar los mecanismos de toma de control de las grandes empresas, con la trascendencia jurídica y económica que ello implica.

OBJETIVOS

Objetivo General

Se pretende como objetivo general de investigación el estudio del mecanismo de compra de valores a través de la OPA, así mismo realizar una descripción detallada del procedimiento de formulación de la OPA obligatoria, de conformidad con la legislación costarricense actual.

Objetivos Específicos

Conocer las nociones básicas que rigen el Derecho del Mercado de Valores.

Realizar un estudio de derecho comparado en el sistema regulatorio de las OPAS.

Analizar la figura de la OPA como negocio jurídico, sus elementos y justificación económica.

Delimitar el régimen jurídico de la OPA obligatoria al derecho costarricense como mecanismo de toma de control societario.

Describir el procedimiento de formulación de la OPA ante la Superintendencia General de Valores.

Determinar las consideraciones esenciales que rondan el sistema de OPA obligatoria.

METODOLOGÍA

Para llevar a cabo la presente investigación, se realizó un estudio preliminar que determinó el área de investigación de conformidad con las fuentes de información que se tenían al alcance. Se realizó un sondeo de las fuentes de información y descubrimiento de la hipótesis.

Con el análisis de fuentes de información, y el empleo de ciertas técnicas de reelaboración del material documental, tales como la transcripción, la descripción, el resumen y la síntesis, se obtuvieron resultados que permitieran crear una estructura borrador del esquema de la tesis.

Asimismo, se requirió de un fichero, como instrumento que permitiera recoger la información que se precisa en la investigación, a fin de evitar los datos innecesarios.

Se hizo la exposición gradual de cada uno de los temas contenidos en los objetivos de la tesis de modo que incluyera la descripción de la figura de la OPA, sus elementos contractuales, naturaleza económica, finalidad, modelos de OPAS, el fenómeno de control societario, información sobre la oferta, localización de la figura de la OPA dentro del derecho comparado y en el régimen jurídico costarricense.

Para el examen de la legislación y reglamentación se utilizó el análisis jurídico de los textos que regulan la OPA en nuestro país y, se realizó un estudio del expediente más reciente de OPA presentada ante la Superintendencia General de Valores para comprender el mecanismo de formulación de ésta.

En el desarrollo del presente trabajo de investigación se pretende partir de lo general a lo específico, analizar, inicialmente, en el Título Primero las nociones generales del Derecho del Mercado de Valores que permitan comprender el medio en el cual se desarrolla la figura de la OPA. Consecuentemente, en el Título Segundo se examinan los antecedentes de la OPA y sus modelos de regulación en el derecho comparado.

Se estudia además, en el Título Tercero la noción de OPA como figura jurídica, los elementos que la integran, y su carácter económico. En el Capítulo Cuarto el objeto de estudio es el régimen jurídico de la OPA en el derecho costarricense, que ha implantado un modelo de OPA obligatoria.

Seguidamente en el Título Quinto de esta investigación, se presenta el procedimiento a seguir para la formulación de una OPA, de conformidad con el ordenamiento jurídico costarricense, al exponer así con detalle los pasos contenidos en el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores para el planteamiento de las OPAS en el país.

Finalmente, después de conocer todas las características que definen el régimen de OPA obligatoria y su aplicación práctica, dentro del mercado de valores, se intenta plantear en el Título Sexto una valoración del sistema de OPA obligatoria como modelo imperativo para la toma de control societario.

TÍTULO PRIMERO. NOCIONES GENERALES DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES.

Para estudiar la suscripción de valores a través de la Oferta Pública de Adquisición, debemos abordar el estudio sistemático de las instituciones del orden financiero, ya que no existe en nuestra legislación un código o manual que sirva como instrumento útil para los profesionales que deseen conocer sobre esta disciplina.

El lector debe estar al tanto de que el mecanismo directo que asigna el ahorro a la inversión tiene lugar en el Mercado de Valores (MV). Este mercado cumple la función económica de permitir asignar el ahorro entre las opciones de financiación, mediante los negocios de valores mobiliarios². Estos negocios ocurren en el mercado primario o en el mercado secundario, por ser el primero un mercado de emisión, que permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de valores. El segundo mercado, es un mercado de negociación que proporciona liquidez a los valores que ya han sido emitidos, poniendo en contacto a los ahorradores para que realicen transacciones de valores.

Entre los caracteres que distinguen al MV, se distinguen la seguridad y la eficacia, que se han establecido como principios propios de este mecanismo previsto por la ley, y que forma parte del Derecho del

² Se consideran valores mobiliarios los “títulos emitidos por personas jurídicas públicas o privadas, transmisibles por anotación en cuenta o por tradición, que confieren derechos idénticos por categoría y dan acceso, directa o indirectamente, a una cuota del capital de la persona jurídica emisora o a un derecho de crédito sobre su patrimonio”. ZUNZUNEGUI, Fernando: Derecho del Mercado Financiero, Editorial Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 1997, p.132.

Mercado Financiero³ que, a su vez, es parte de una rama mayor que conocemos como Derecho Mercantil, por la función económica que cumple.

Los orígenes del MV se encuentran en el periodo medieval, cuando los mercaderes y los corredores de comercio se reunían para la negociación de mercaderías incorporados los títulos valores. Entre las características de este tipo de mercados, se reconoce que las operaciones son realizadas en ausencia del aporte real de los títulos, y se realiza una equiparación de los valores⁴ mobiliarios a las cosas fungibles para la compraventa en el mercado.

En nuestro país, el MV existe como un mercado de valores organizado y desempeña todas las funciones de un mercado formal, donde se destaca la Bolsa Nacional de Valores como pionera a nivel centroamericano. A continuación, presento una reseña histórica del MV en Costa Rica, así como una introducción a la ley y al reglamento que rige el sistema financiero costarricense; apartado en el que se hace necesario resaltar el conjunto de instituciones y participantes que generan, recogen, administran y dirigen el ahorro.

³ Para HERNÁNDEZ AGUILAR la noción del Derecho del Mercado Financiero, es la disciplina jurídica que "... comprende el conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión. (...). El estudio del Derecho del mercado financiero comprende cuatro partes: instrumentos, mercados, sujetos y contratos." HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro: Derecho Bursátil (Mercado de Valores), ed. 1º, San José, Costa Rica, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., 2002, t. I, p. 20.

⁴ "Se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores." Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, Art. 2, San José Costa Rica, 2006.

Capítulo 1. La ordenación del Mercado de Valores.

Sección A. Reseña Histórica del Mercado de Valores en Costa Rica.

En 1943, mediante la publicación del Decreto, Ley 7 del 15 de mayo de 1943, se hizo el primer intento para establecer una bolsa en Costa Rica, autorizándose con esta Ley la creación del MV. A partir de este antecedente, dos años más tarde se aprueban los estatutos de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica S.A. (BNV), la cual no llegó a funcionar.

Posteriormente, mediante la Ley 754 del 11 de octubre de 1949, se deroga la ley anterior, y se pone en vigencia la Ley Orgánica de las Bolsas de Valores en San José; inicia, entonces, operaciones la BNV de San José con un capital accionario de ₡175.000. Esta Bolsa operó aproximadamente por un año.

Catorce años después de que la BNV se estableció, se promulgó el Código de Comercio, en el año 1964, bajo la presidencia del señor Francisco Orlich. Se sentaron las bases jurídicas para crear las bolsas de valores, al consignarse la legislación sobre la Bolsa de Comercio.

En 1976⁵, la BNV fue inaugurada oficialmente en Costa Rica por el entonces Presidente de la República Lic. Daniel Oduber Quirós; esta Bolsa mantuvo una estructura monopolítica hasta 1990, y fue poco a poco

⁵ BARQUERO VILLALOBOS, Adriana: Medición del riesgo por medio del coeficiente beta para las empresas que cotizan en el mercado bursátil costarricense, (Trabajo Final de Graduación para optar por el Grado de Magíster en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas), Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Universidad de Costa Rica, 2009, p. 32.

abarcando terreno, algo muy importante en nuestra economía al punto que se hizo necesaria la promulgación de una legislación especial, razón por la cual nació la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) que entró en vigencia el 29 de octubre de 1990. Esta fue la primera Ley que reguló el MV hasta marzo de 1998, cuando se aprueba la ley 7732 publicada el 27 de enero de 1998, la cual fue reformada el 7 de agosto del 2008.

En Costa Rica, a pesar de que se ha intentado darle importancia a este segmento, son muy pocas las sociedades anónimas (SA) que ponen a la venta sus acciones en una bolsa de valores. Caso contrario a éste, lo constituyen países como: Estados Unidos de Norteamérica, Japón y algunos países europeos. En éstos, el mercado accionario es muy importante en el sistema financiero ya que de él depende fundamentalmente la canalización del ahorro a largo plazo, con miras a la inversión productiva, que es lo que más requieren las economías para lograr pleno desarrollo.

Actualmente la BNV es "...una empresa privada cuyo objetivo es ser un facilitador de las transacciones con valores o cualesquiera otros derechos de naturaleza económica, incorporados en valores o no, y ser un importante promotor del desarrollo del mercado de capitales"⁶.

Sección B. Concepto del Derecho del Mercado de Valores

Podemos definir el MV como el espacio a través del cual se pone en marcha una serie de mecanismos que permiten la emisión,

⁶ QUIRÓS RODRÍGUEZ, Roberto y SEGURA OROZCO, Mario: Obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado primario accionario del sector no financiero en Costa Rica y las alternativas para dinamizarlo, Ensayo Final, UNED, Costa Rica, 2005, p. 4.

colocación y distribución de valores negociables. Por ende, el MV concebido como el lugar en el que se contratan valores mobiliarios, ha tenido desde sus inicios la necesidad de ser un mercado regulado con los objetivos de obtener un sistema eficaz de difusión de la información de las sociedades que acuden al MV, y asegurar la protección del inversor para que pueda optimizar sus ingresos y minimizar sus costas.

A través del MV se valoran las decisiones financieras (el precio de mercado de los títulos comercializados en el MV, que ofrece una medida del valor de una empresa), lo cual se realiza tomando como parámetros las diferentes fuentes de las que provienen los recursos necesarios (las aportaciones directas de los socios, los beneficios generados, el crédito de las entidades financieras y el crédito de los proveedores).

Es por eso que el MV ofrece una medida del valor de una empresa y, a su vez, es la fuente de financiación permanente y el factor de crecimiento económico. Sirve de enlace entre los intereses de una empresa y los intereses de los inversores, que canalizan sus ahorros en este mercado regulado en el que existe gran probabilidad de liquidez. Por eso, cuando las empresas están necesitadas de financiación, tienen la posibilidad de emitir valores que sean adquiridos, directamente, por el público (MV primario), o acudir al MV secundario, que garantiza liquidez inmediata, pues sucede, que el adquirente de valores sólo podrá recuperar su inversión acudiendo a este mercado, y no al emisor; lo anterior para exigir el reembolso anticipado de la inversión que tuvo lugar en el pasado.

En síntesis, al pensar en el MV es necesario remitirse a la idea de un instrumento del cual las empresas se sirven para realizar su política de

inversión y financiación. Los inversores “adquieren acciones sobre la base de la consideración de las mismas como bienes intercambiables en un mercado público que garantiza la rentabilidad de la inversión y la posibilidad de deshacerse de la misma en cualquier momento a través de dichos mercados”⁷.

Sección C. Principios rectores del Derecho del Mercado de Valores.

a. Principio general de eficiencia.

El Derecho del mercado financiero se funda en la eficiencia del mercado como el medio capaz de asignar el ahorro a la inversión. Esta eficiencia se pretende lograr con la protección del público ahorrador, con la especialización, el pluralismo, la garantía de estabilidad de las entidades y la transparencia en el mercado⁸.

b. Principio de protección del público ahorrador.

Este precepto se dirige a evitar que se capten fondos reembolsables del público a margen del Derecho del mercado financiero, por lo que se desea lograr que la captación de este tipo de fondos, constituya siempre una operación de las entidades sometidas al Derecho del MV.

⁷ HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro: Derecho Bursátil (Mercado de Valores), 1º ed., San José, Costa Rica, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., 2002, t. I, p. 37-38.

⁸ “La Superintendencia velará por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines.” Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732. Del 17 de diciembre de 1997. Publicada en La Gaceta No. 18 de 27 de enero de 1997, Art. 3, Editorial Universidad Estatal a Distancia, San José Costa Rica, 2003.

c. Principio de especialización financiera y pluralismo institucional.

Es un principio que expresa que la captación de fondos reembolsables, es una actividad exclusiva de las entidades sujetas a las normas de ordenación del MV, puesto que hay un deber de ejercer la profesión financiera. Asimismo, el pluralismo institucional se refiere a que la prestación de los servicios de inversión, corresponde por mandato legal a las sociedades y agencias de valores (Art. 2 LRMV).

d. Principio de protección de la estabilidad de las entidades financieras.

La necesidad de garantizar la estabilidad de las entidades financieras tiene como fin lograr el normal funcionamiento del mercado financiero. Se considera que una empresa es estable, cuando armoniza sus objetivos de solvencia (procura la efectividad de sus activos), liquidez (disponibilidad necesaria para atender puntualmente pagos), y rentabilidad (obtener la ganancia suficiente para remunerar los fondos empleados).

e. Principio de transparencia en el mercado financiero.

Para que el mercado cumpla con su función de asignar el ahorro a las necesidades de financiación; es necesario que el público conozca el contenido y significado de las operaciones. Es un principio vinculado al de protección del ahorrador, que da uniformidad a la forma en la que se realizan los contratos, su cumplimiento; es decir, los procedimientos de contratación y liquidación de las operaciones.

Capítulo 2. Sujetos que intervienen en el Mercado de Valores.

Sección A. Los emisores de valores.

Los emisores de valores son los sujetos que intervienen en el MV porque son los que producen los objetos que en él se conocen. La gama de emisores es amplia y heterogénea, puesto que abarca a los emisores públicos como a los privados, destacándose, particularmente el Estado con la colocación de bonos, y en el ámbito privado las sociedades que cotizan en bolsa.

Sección B. Los inversionistas.

Son las personas o entidades con experiencia en los negocios que están interesadas en promover la iniciativa empresarial y participar en un buen negocio. Su forma de trabajo consiste en aportar capital a las empresas y, si se da el caso, ofrecer su experiencia en los negocios para apoyar a quienes están liderando los proyectos que van a financiar.

Sección C. Los intermediarios bursátiles.

Son los agentes autorizados por la LRMV que tienen como objetivo poner en contacto al comprador y el vendedor de un valor negociable. Este contacto se materializa a través de personas jurídicas, conocidas como Puestos de Bolsa⁹, que actúan a través de sus Agentes de Bolsa (personas físicas representantes del Puesto de Bolsa).

⁹ “Los puestos de bolsa serán personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores (...). Las operaciones que se efectúen en las bolsas de valores deberán ser propuestas, perfeccionadas y ejecutadas por un puesto de bolsa.” Ley Reguladora del Mercado de Valores: obr. cit. Art. 53, p. 20.

Sección D. Las Bolsas de Valores.

Son las personas jurídicas¹⁰ que se encargan de facilitar la negociación de títulos valores. Son instituciones, donde se reúnen en forma habitual los comerciantes o intermediarios, para conocer y facilitar operaciones mercantiles. En las bolsas se negocian títulos, acciones y valores mobiliarios, mientras que en otros mercados se negocian mercaderías o productos de otra naturaleza.

Sección E. Superintendencia General de Valores.

La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) es el órgano encargado de velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Además regula, supervisa y fiscaliza los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos¹¹.

Capítulo 3. Composición del Mercado de Valores.

EL mercado accionario es el mecanismo que permite la emisión, colocación y la negociación de títulos valores. La LRMV ha habilitado a la

¹⁰ “...Se organizarán como sociedades anónimas y deberán ser propiedad de los puestos de bolsa que participen en ellas. Su capital social estará representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas entre los puestos admitidos a la respectiva bolsa...”. *Ibíd.* Art. 27.

¹¹ *Ibíd.* Art. 3.

SUGEVAL para que sea la entidad encargada de autorizar o no autorizar a empresas para que ofrezcan acciones al público.

Para que exista oferta pública y la colocación de títulos de deuda, la empresa debe ser autorizada por la SUGEVAL. Estos títulos negociables contienen un empréstito importante, generalmente de largo plazo y de muchos acreedores. Estos títulos se transmiten, básicamente, en dos mercados: el llamado mercado primario y el mercado secundario.

Sección A. El Mercado Primario.

Es el conjunto de operaciones de colocación de las nuevas emisiones¹² de títulos valores en el mercado (quiere decir colocados por primera vez). A este mercado acuden las empresas para financiar sus inversiones iniciales, y además para completar los recursos que necesitan para sus proyectos (expansión, consolidación, diversificación).

La LRMV define el mercado primario así:

“...Sólo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella...”¹³

¹² Dice ZANZUNEGUI que las emisiones son “ofertas públicas destinadas a la formación de negocios de suscripción de valores negociables que deben contener los elementos del contrato proyectado. Son ofertas de contratos y no meras invitaciones a contratar. Sin perjuicio de que la formalización de los negocios de suscripción quede condicionada al cumplimiento de las reglas técnicas aprobadas por los organismos rectores de los mercados”. ZANZUNEGUI, Fernando, obr. cit. p. 17.

¹³ Ley Reguladora del Mercado de Valores: obr. cit. Art. 10.

Las alternativas de inversión que ofrece este mercado son muy amplias, puesto que se puede disponer de diferentes tipos de títulos a diferentes plazos, entre éstos: bonos fiscales, contratos de participación hipotecaria, certificados de depósito a plazo, fondos de estabilización monetaria, acciones, entre otros.

El título II de la LRMV en Costa Rica crea el marco normativo para la emisión y la circulación de los valores.

Sección B. Oferta Pública de Valores Negociables.

La oferta de compra sujeta a oferta pública¹⁴ es aquella que pretende abarcar en un solo acto, o en varios, una participación superior al 10% del capital suscrito de una sociedad. En estos casos, el oferente debe informar a la SUGEVAL las bolsas en las que está registrada la emisión.

La LRMV introdujo como innovación la figura de Oferta Pública de Adquisición (OPA) de participaciones significativas¹⁵ de una empresa en el Capítulo I del Título II de la Ley.

Dichas ofertas se autorizan, únicamente, por emisiones en serie y se designó como facultad de la SUGEVAL el crear la normativa al respecto.

¹⁴ Según ZANZUNEGUI hay actividad publicitaria “cuando los valores se ofrecen a través de medios de comunicación, generales o individuales. Incluye, por lo tanto, la publicidad individual o directa, por carta, puerta a puerta u otro medio”. ZANZUNEGUI, Fernando, obr. cit. p. 17.

¹⁵ “...se entenderá por participación significativa aquella que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital en circulación y con derecho a voto de la sociedad afectada...”. Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, obr. cit. Art. 102, p. 53.

Para este propósito fue creado el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores en nuestro país.

Sección C. El Mercado Secundario.

Además del mercado primario, se encuentra el mercado secundario. A este mercado acuden las personas que anteriormente habían comprado un título en el mercado primario porque necesitan convertirlo en efectivo antes de que el título venza. De esta forma si el mercado primario es de emisión, el mercado secundario es de negociación.

La LRMV dedica su Título IV a los "Mercados Secundarios Organizados". Se les llama de esta forma porque funcionan regularmente, conforme a lo dispuesto por la LRMV y están sometidos a la supervisión de la SUGEVAL.

Los mercados secundarios son organizados por las bolsas de valores.

"...En tales mercados, únicamente podrán negociarse y ser objeto de oferta pública las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Sin embargo, las bolsas de valores quedan facultadas para realizar transacciones con títulos o valores no inscritos en ese Registro..."¹⁶

De esta forma la LRMV autoriza la negociación de instrumentos no inscritos, lo que da mayor amplitud al concepto de títulos individuales.

¹⁶ Ley Reguladora del Mercado de Valores: obr. cit. Art. 22, p. 9.

En el mercado secundario, además de encontrarse los mismos títulos que en el mercado primario, (acciones u obligaciones), se negocian otros títulos, como los siguientes: certificados de abono tributario, letras de cambio, bonos de conversión de la presa de divisas, y bonos sobre las exportaciones.

TÍTULO SEGUNDO. ANTECEDENTES DE LA OPA Y SUS MODELOS DE REGULACIÓN.

El objetivo principal de este apartado es realizar un estudio del sistema regulatorio de la OPA en el Derecho Comparado. Este título ha de incluir, además una exposición sobre el fundamento de esta figura y sobre su significado en el marco de las operaciones bursátiles de control societario.

Interesa el desarrollo aquí de una cuestión, por encima de sus aspectos más técnicos y formales. Lo anterior, porque primero resulta fundamental para comprender el ser de las OPAS el tomar nuestro tiempo para aprehender la evolución relativamente reciente del Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores, a sabiendas de que la OPA tiene una notable trascendencia económica.

Desde esta perspectiva, a raíz de la poca experiencia de nuestro ordenamiento en este terreno; el estudio del derecho comparado permite encontrar sólidos puntos de referencia y elementos de apoyo, para comprender la inserción de esta peculiar figura jurídica, dentro de la estructura del ordenamiento mercantil.

Es con este fin que se considera necesario hacer un esfuerzo científico para presentarle al lector las reflexiones históricas que aún rondan alrededor del fenómeno de la OPA, puesto que dichas ideas y concepciones colaboran en la actualidad a la correcta aprehensión de la figura, tal y como ha sido configurada por el legislador.

Se procede, en primer lugar, a poner a la vista los orígenes de la OPA. Posteriormente, se destacan las pautas que presentan los ordenamientos jurídicos del Derecho Comparado más significativos en este campo, para finalmente proceder a exponer algunos aspectos relacionados con el fenómeno de control de sociedades.

Capítulo 1. Consideraciones generales de la OPA.

De las enseñanzas del Derecho Comparado se ha concluido que existió en el pasado un desplazamiento progresivo del Derecho Mercantil moderno de los países europeos hacia los ordenamientos anglosajones, particularmente el ordenamiento norteamericano. Las OPAS son por consiguiente, una de las excepciones de regulación del MV en que los británicos actuaron antes que los norteamericanos.

Nos dice el autor español Javier García de Enterría sobre el origen de las OPAS:

“...son, en efecto, una institución de raigambre e impronta anglosajonas, tanto en lo que hace a sus orígenes como a su posterior difusión y generalización. Ha sido en el Reino Unido – país que vio nacer a las OPAS hacia la década de los años 50- y en los Estados Unidos donde esta figura ha alcanzado de lejos su mayor desarrollo...”¹⁷

¹⁷ ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, 1º ed., Madrid, España, Editorial Civitas, S.A., 1996, p. 27.

La existencia de un verdadero mercado de control societario¹⁸ en estos países, tiene que ver con la magnitud y eficiencia de sus mercados de valores, como en la predisposición a servirse de este instrumento.

La característica de este mercado de control es la importante tutela del pequeño accionista, ya que la administración deficiente de una sociedad, colocaría su valor de mercado por debajo de su valor potencial, y esto permitiría que el control de esta sociedad fuese adquirido por quien tuviera confianza en recuperar su inversión a través de una administración o gestión más eficiente.

Existe, sin embargo, un significado diverso de OPA, como puede verse, que es básicamente una disparidad en lo que se entiende como las necesidades de tutela de los accionistas minoritarios en el cambio de control de la sociedad a la que pertenecen.

Capítulo 2. Modalidades de OPA.

Los ordenamientos inglés y estadounidense representan los ejemplos más avanzados y perfeccionados del MV; son dos sistemas que podría calificar como completamente contrapuestos; esto porque cada uno ilustra distintos *supuestos* que obliga a las partes contratantes a acudir al mecanismo de OPA. Así, en el modelo instaurado en el Reino Unido, cualquier operación de toma de control que quiera realizarse sobre los valores de una sociedad, tiene necesariamente que efectuarse a través del procedimiento de la OPA. Mientras que en Estados Unidos de

¹⁸ Con esta noción del “mercado de control societario” se alude a la existencia de un mercado activo de OPAS y cambios de control en el que numerosos grupos pugnan por la obtención del control de las grandes sociedades anónimas bursátiles.

Norteamérica, las OPAS son, sencillamente, un instrumento más al que pueden acudir las partes para efectuar la toma de control; quiere decir, una simple opción frente a otras alternativas.

A continuación, se presentan los detalles que revelan el antagonismo de estos modelos extranjeros y formas de aprehender la OPA, puesto que esta figura ha sido moldeada de distinta forma y, por lo tanto, se emplea con fines absolutamente dispares.

Sección A. El modelo británico.

La disciplina sobre las OPAS en el Reino Unido¹⁹ se encuentra en el "City Code on Takeovers and Mergers" (City Code) aprobado en 1968, pero sometido desde entonces a constante revisión y perfeccionamiento.

El modelo británico es, en definitiva, un sistema de OPA obligatoria²⁰, y por lo tanto el objetivo principal del City Code es asegurar un trato igualitario a los accionistas de la sociedad afectada por la OPA. La presentación de la OPA es a posteriori y total, lo que significa que se les

¹⁹ Dice ENTERRÍA que "...todas las OPAS que tuvieron lugar en la década de los 80 en la Comunidad Económica Europea, un 85 por 100 en número y un 75 por 100 en valor se verificaron en dicho país...". ENTERRÍA, Javier de García, obr. cit. p. 31.

²⁰ Un documento de trabajo preparado por la Licda. Fiorella Carvajal como apoyo para la discusión en el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero del Reglamento sobre Oferta Pública de Adquisición indica sobre la OPA obligatoria que "...las diferentes legislaciones fijan un porcentaje de acciones cuya consecución se sujeta a la presentación de una oferta pública de adquisición. Así, por ejemplo, en Francia quien pretenda alcanzar el 30% del capital social o quien teniendo entre el 30% y el 50% del capital quiera aumentarlo en un 2% deberá promover una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital social. En Inglaterra este porcentaje se fija en un 30%. Se le ha fundamentado en el principio de igualdad de trato, en sus dos vertientes: igualdad ante los procedimientos de adquisición e igualdad dentro del procedimiento". SUGEVAL: Notas sobre la Oferta Pública de Adquisición en el Derecho Comparado, 1999, p. 2.

da la posibilidad a los accionistas de vender sus acciones al mismo precio y abandonar esa sociedad, cuando no acepten el nuevo control.

“El modelo británico sobre tomas de control se caracteriza, consecuentemente, por limitar la autonomía de la voluntad de los adquirentes en el mercado de control societario”²¹.

La igualdad del trato a los accionistas se aplica, rigurosamente, dentro del proceso de la adquisición, por la obligación que tiene el oferente de formular la OPA con las mismas condiciones para todos los accionistas, esto para evitar diferencias o discriminaciones.

Pero en el sistema británico este principio de igualdad de trato que he mencionado, se aplica también ante los procesos de adquisición al imponerse un mecanismo de OPA, con carácter obligatorio en cualquier supuesto de toma de control. Los británicos conocen estas OPAS como “mandatory bids” (oferta obligatoria).

Este sistema quiere permitir que los accionistas minoritarios puedan participar en igualdad de condiciones con los accionistas de mayor peso en el sobreprecio que, generalmente, se da en los cambios de control de las grandes sociedades, y evitar de esta manera que los socios que, anteriormente, detentaban la participación accionaria del control se hagan de un valor muy superior al que el oferente estuvo dispuesto a pagar para hacerse de un paquete significativo del capital.

²¹ ANDRÉS, Ana María Sala I: Las OPAs obligatorias ordinarias, Barcelona, España, Editorial Librería Bosch, S.L., 2000, p.73.

Otros estados europeos que han optado por un sistema de OPA obligatoria son, además del Reino Unido: España, Bélgica, Francia, Italia, Portugal e Irlanda.

Sección B. El modelo estadounidense.

Estados Unidos se ha preocupado por respetar la libertad en el mercado de control societario. Esto quiere decir que cuando una persona, física o jurídica decide adquirir el control de una sociedad, cotizada o no en el MV, puede hacerlo de la manera que desee, ya sea por medio de una OPA, una cesión, o incluso una compra sucesiva de acciones en el mercado. En resumen, el modelo estadounidense es un sistema de OPA voluntaria²².

El legislador estadounidense, simplemente ha desarrollado un conjunto de normas a nivel federal conocidas como “Williams Act”, que es un texto aprobado en 1968, como respuesta a una ola de operaciones empresariales que se realizaron a través de OPAS, en la década de 1960.

El texto mencionado, prescribe ciertos deberes de información cuando un sujeto realiza alguna compra de acciones significativa de una sociedad, lo anterior con la finalidad de cumplir con el principio de “full disclosure” (completa divulgación de información) que inspira toda la regulación del MV en Estados Unidos.

²² “En estos sistemas no existe un procedimiento único y excluyente para la realización de tomas de control. Junto a la OPA existen otros procedimientos legalmente válidos, como son las compras en bolsa y la cesión directa de paquetes de control. Es el oferente quien decide cual procedimiento seguir. En el caso de la OPA, el oferente se encuentra en la obligación de divulgar a priori antes del inicio de la operación una serie de información, en tanto que en los demás casos (compras en bolsa o cesiones directas) es libre de estructuras libremente la operación, sin más límite que el de informar a posteriori a la SEC y al mercado la adquisición realizada.” SUGEVAL, obr. cit. p. 2.

De esta forma, el Williams Act pretende dar publicidad e información suficiente sobre las adquisiciones significativas de acciones de sociedades que cotizan en alguna bolsa nacional, para cumplir con el principio de transparencia que estudiamos en la Sección C del Título I de la presente investigación.

Al ser el texto de Williams Act una enmienda a la “Securities and Exchange Act” (Ley de Valores y Bolsa, en adelante SEC) que a partir de la década de 1980 ha intentado en diversas ocasiones sustituir sin éxito el sistema de OPA voluntaria por el de OPA obligatoria.

En virtud de que la libertad de elección de las formas para adquirir el control societario sigue vigente en este país, ha sido por este motivo objeto de numerosas críticas por establecer protecciones mínimas a favor de los accionistas.

Otros ordenamientos fundamentados en el sistema de OPA voluntaria son, por ejemplo, el de Suiza y Holanda.

Sección C. Posición normativa en el Derecho español.

Derivados del sistema de OPA obligatoria, han surgido otros sistemas menos rigurosos que no obligan a formular una OPA, por la totalidad de los valores accionariales y que permiten al oferente fijar sus compras a un porcentaje determinado del capital social; éste es el caso de España, que algunos autores han denominado como OPA obligatoria “parcial”.

Los principios de la regulación de las OPAS en España, se encuentran en la Ley del Mercado de Valores (LMV), Decreto Real del 28 de julio de 1988.

En este modelo, aunque la oferta tiene que dirigirse con carácter general a todos los accionistas de la sociedad, el oferente puede limitar su compromiso de adquisición a un número determinado de acciones, produciéndose en ocasiones un prorrateo, en caso de exceso de aceptaciones.

Además, para evitar que el oferente pueda limitar la oferta a un número muy reducido de acciones que impida en la práctica cualquier participación real de los pequeños accionistas; estos sistemas optan por establecer porcentajes mínimos, que eliminan la facultad del oferente de fijar libremente el alcance de su oferta y el número mínimo de acciones que serán afectadas²³.

Sin embargo, estos sistemas no garantizan, plenamente, el derecho absoluto de los accionistas a percibir por sus acciones un mismo precio, así como tampoco habilitan propiamente una vía de salida de la sociedad en favor de los accionistas minoritarios. Se concibe este modelo como una solución ante los costos excesivos que supone la OPA obligatoria.

²³ Para ilustrar este modo de suscripción véase el siguiente ejemplo: “en España se fijan como participaciones significativas el 25% y el 50% del capital social. En el caso de que se pretenda adquirir una participación igual o superior al 25%, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el 10% del capital. Cuando ya se posea una participación igual o superior al 25% pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar la participación en al menos un 6% en un período de doce meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente al menos el 10%. Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50%, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente al menos el 75% del capital social...”. ANDRÉS, Anna María Sala I, obr. cit. p. 149.

Capítulo 3. El fenómeno de la toma de control.

Las raíces de este fenómeno se encuentran en la existencia de una pluralidad de pequeños accionistas. Sucede, entonces, que a razón de esta dispersión del capital accionario, la dirección de las sociedades tiende a encontrarse en una participación accionaria menor y por consiguiente, que el poder de los administradores se ejercite con un nivel de independencia frente a los accionistas.

La venta de acciones en el mercado es la salida más fácil a esta situación, en especial para aquel accionista que esté descontento con la forma en que se está administrando la empresa. Sin embargo, la labor de control no es fácil de cumplir, puesto que la información necesaria para llevarla a cabo es difícil de ser adquirida, así como el estudio y evaluación de sus beneficios.

En este mismo orden de ideas, resulta pertinente citar al autor español García de Enterría que entiende el fenómeno del control societario de la siguiente manera:

“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..."²⁴.

Así, con la adquisición de estos paquetes de control, se popularizó el término: "mercado de control societario", para hacer referencia a aquellas transacciones de valores dirigidas al control de una sociedad; y que normalmente se realizan a precio superior al vigente en el mercado²⁵.

Sólo entendiendo y apreciando el fenómeno, antes descrito, es que podemos captar la esencia de una operación como la OPA y el significado de ésta como instrumento que perfecciona la estructura institucional de las empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa.

²⁴ ENTERRÍA, Javier García de: Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas competidoras. Estudios sobre OPAS, Madrid, España, Editorial Civitas Ediciones, S.L., 1999, p.25.

²⁵ Dice MELÉDEZ que estas transacciones de toma de control "...normalmente se realizan a precio superior al vigente en el mercado, ya sea porque se considere que se produce una imperfección del mismo, o porque se considere que existe "una prima de control", derivada de la existencia de mercado de control y por la cual las transmisiones que afecten al control de la sociedad implican un precio superior al de las transmisiones individualizadas, sin que existan imperfecciones en el mercado". MELÉNDEZ, Carlos A.: Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), Revista Ivtitia, Año 11, N° 121 - 122, enero - febrero, 1997, p. 24.

TÍTULO TERCERO. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.

Las ideas del título anterior están directamente conectadas al entendimiento de OPA, como un fenómeno jurídico económico que responde a la idea de adquirir el control de una sociedad mediante una o sucesivas propuestas de compra. Dichas propuestas buscan lograr la tenencia o titularidad de un porcentaje considerable de acciones de esa sociedad objetivo; sin embargo, este concepto deriva de una perspectiva real de lo que sucede a través de la suscripción de valores mobiliarios.

Me interesa en este título, presentar la OPA, desde una perspectiva contractual, puesto que la transmisión supone una adquisición derivativa por el nuevo oferente de la titularidad de los valores transmitidos; esto siempre que el aceptante reciba por estos valores la contraprestación pactada.

La OPA no está sólo sujeta a la normativa del MV, sino también a la normativa específica propia de los valores transmitidos, en particular, el Código de Comercio (CC); cuando se trate de acciones u obligaciones emitidas por una sociedad anónima o comanditaria por acciones, así como las reglas del CC relativas a la compraventa mercantil; en cuanto a la contraprestación constituida por una cantidad de dinero, dado el carácter económico del negocio de la OPA, y su relación con la materia de obligaciones y contratos, son todas normas aplicables en cierta medida a esta figura jurídica en estudio.

Presentaré, básicamente los elementos específicos de la OPA como contrato, el régimen y la naturaleza de éste.

Capítulo 1. Noción y justificación económica.

En el derecho de las obligaciones se destaca la oferta como un elemento esencial para la formulación y perfección de contratos; éstos, a su vez, se conciben en tres pasos: generación, perfección y consumación.

La fase de generación tiene que ver con los tratos preliminares de formación del contrato que inicia su vida por un acto volitivo de quien lo propone exteriorizando frente a un tercero, que a su vez, debe manifestar que tiene un interés sobre el negocio por tratar.

A esta manifestación de voluntad de quien ha tomado la iniciativa para proponer el contrato la llamamos "oferta", y a la expresión de voluntad de la otra parte la conocemos como "aceptación". Cuando ambas manifestaciones son coincidentes, se termina la primera fase del contrato y comienza la perfección del mismo; nacimiento a la vida jurídica.

Por consiguiente, si descendemos de este concepto general de oferta a uno más concreto: oferta de suscripción u oferta de adquisición, podemos conceptualizar a estos últimos como una oferta que tiene por objeto valores negociables.

Existe una diferencia doctrinal entre las ofertas de suscripción y venta de valores, y las llamadas ofertas de adquisición, que en ocasiones son presentadas por los distintos autores como dos caras de una misma moneda. Ambas tienen en común que su objeto son los valores negociables; sin embargo, en un caso, las ofertas de adquisición (OPA) requieren que sea el oferente quien propone **comprar** los valores, mientras que en la oferta de suscripción o venta, propone **vender** los valores.

Es, entonces, la OPA una oferta de compra, propuesta por el oferente a los destinatarios para adquirir valores de su propiedad. En lo sucesivo se hace referencia siempre al procedimiento de la oferta de adquisición de valores.

Esta adquisición de valores constituye una manifestación de "concentración empresarial", que a la vez se considera como fin y medio.

Por su función económica, las OPAS son ofertas destinadas a obtener o reforzar el control de la sociedad afectada por el control que estudiamos, anteriormente. Es decir que es un mecanismo de orden patrimonial que se presenta ante el ente regulador (SUGEVAL), cuando se tiene intención formal de controlar una empresa.²⁶

²⁶ Dice HERNÁNDEZ AGUILAR que la OPA "...tiene la ventaja frente a los procedimientos alternativos, como las compras sucesivas en bolsa (ramassage), o la negociación de una cesión de la participación de control, que al tener la oferta un precio preestablecido, el autor puede calcular el coste de la adquisición por anticipado". HERNÁNDEZ AGUILAR, obr. cit. p. 312.

Desde el punto de vista político y bursátil, la OPA en nuestro país tiene interés porque permite dar a todos los accionistas un trato igualitario; todos reciben el mismo precio por sus acciones.²⁷

Existen diversos motivos económicos que explican la existencia de la OPA. Ésta crea un mercado de control societario que permite aumentar el poder de los gestores de la OPA, y asimismo se utiliza para que quien vende sus acciones adquiera ganancias como resultado de la liquidación de la sociedad. Por estas razones las OPAS son consideradas, a la vez, medios y fines.

El autor español Fernando Zunzunegui indica que las OPAS son elementales en el mercado paralelo que llamamos mercado de control societario, para él las OPAS tienen la siguiente función económica:

“Actúan como vigilantes de la gestión de otras sociedades y como medio para disciplinar la mala gestión. Los oferentes deben estudiar la gestión y resultados de las compañías y actúan como policías para los accionistas. Pueden estimar una ganancia neta en la adquisición de control de sociedades mal gestionadas y esta ganancia la van a compartir con los accionistas de la sociedad afectada.”²⁸

En resumen, la OPA crea expectativas para obtener una economía de gran escala en una operación específica, puede combinar líneas

²⁷ “Quien pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, un volumen de acciones u otros valores de una sociedad inscrita en 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.” Ley Reguladora del Mercado de Valores: obr. cit. Art. 36, p.16.

²⁸ ZUNZUNEGUI, Fernando: obr. cit. p.318.

complementarias en un negocio, elimina las costas de coordinar contratos entre distintas empresas, puesto que las somete a un mismo administrador.

Capítulo 2. Régimen jurídico de la OPA.

Como fue mencionado, anteriormente, en el régimen jurídico de la OPA confluyen las normas de orden general del derecho mercantil (regulación de las sociedades en el CC) y las normas de orden específico (las normas del derecho del MV). De este modo existe una tutela simultánea para el accionista y para el ahorrador.

En Costa Rica, la LRMV en su artículo 36 **opta por un sistema de OPA obligatoria**, como único procedimiento legalmente válido para la toma de control de las sociedades que cotizan en bolsa. Esta regulación contiene las bases esenciales de la figura, y la previsión de un amplio desarrollo reglamentario que ha tenido lugar con la aprobación del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores (ROPV), que fue publicado en el Diario Oficial La Gaceta No. 88 del 9 de mayo del 2006.

El régimen costarricense está inspirado en la propuesta de la Unión Europea, que es básicamente el sistema de OPA del Reino Unido con cambios introducidos según la normativa de cada país.

De esta forma, la promulgación de leyes y reglamentos referentes a las operaciones bursátiles es lo que ha contribuido a la formación de ciertos principios de acatamiento obligatorio y que se encuentra

plasmados en las normas, y son estas garantías, la base primordial del régimen jurídico de la OPA.

Sección A. Principios que fundamentan el régimen jurídico de la OPA.

a. Principio de Protección a los Ahorrantes.

Hace referencia a la protección de los accionistas de la sociedad afectada, ofreciéndoles publicidad y seguridad para evitar 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 SUGEVAL.

b. Principio de Igualdad.

Pretende evitar que unos accionistas se vean beneficiados en detrimento de otros, por lo que resulta obligatorio que el oferente dirija la oferta a todos los accionistas, en igualdad de condiciones (o mediante un mecanismo de prorrateo que beneficia, precisamente, al pequeño accionista. Este principio está plasmado en el inciso g del Art. 36 de la LRMV). La información de la oferta debe 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 informativo que la sociedad oferente debe de presentar a la SUGEVAL y posteriormente será publicado tras la aprobación de la oferta.

d. Principio de Transparencia.

El mecanismo de la OPA evita que estas operaciones de toma de control tengan lugar, sin conocimiento por parte del MV en general, y por consecuencia del ente regulador, que es lo que sucedería a través de operaciones directas y sucesivas (conocidas como el goteo, o ramassage²⁹, que son compras y ventas sucesivas pretendiendo guardar el secreto del nombre del adquirente).

Capítulo 3. Elementos.

Véanse a continuación los elementos de contrato de OPA.

Sección A. Elementos subjetivos.

Estos elementos son también conocidos en la doctrina como elementos personales, y establecen que el contrato de transmisión de valores por medio de una OPA se estipula entre el oferente y el aceptante, que son las partes genuinas del negocio. Además, pueden intervenir otros sujetos, por ejemplo para la intermediación necesaria puede participar una sociedad o agencia de valores, y por supuesto siempre está presente la intervención necesaria del ente regulador (SUGEVAL).

²⁹ La compra a goteo, también conocida como *ramassage*, consiste “en la adquisición progresiva de acciones de una sociedad en el mercado de valores y de distintos propietarios realizada por una persona física o jurídica hasta alcanzar una cantidad suficiente de acciones que le permita ejercer el control en esa sociedad...” ANDRÉS, Ana María Sala I: Las OPAS obligatorias ordinarias, p. 42.

Es posible también que se dé la participación de entidades de crédito que financien la operación de adquisición, la garantía de la operación si es rendida por un tercero, y la entidad encargada del registro de los valores que el oferente emitirá como contraprestación al aceptante.

El artículo 2 de la LRMV establece quiénes podrán acudir a la OPA para comprar valores:

“...Únicamente podrán hacer oferta pública de valores en el país los sujetos autorizados por la Superintendencia General de Valores, salvo los casos previstos en esta Ley. Lo mismo aplicará a la prestación de servicios de intermediación de valores, de conformidad con la definición que establezca la Superintendencia en forma reglamentaria, así como a las demás actividades reguladas en esta Ley.”³⁰

a. El oferente.

Puede ser oferente toda persona física o jurídica, nacional o extranjera, que en este último caso debe estar sujeta a la normativa referente a la inversión extranjera.

El oferente se convierte propiamente en tal, desde la perspectiva contractual, cuando se realiza el primer anuncio de su oferta y se abre el plazo de aceptación.³¹

³⁰ Ley Reguladora del Mercado de Valores: obr. cit. Art. 2, p. 2.

³¹ Opina RODRÍGUEZ-CANO, que existe una perspectiva administrativa con respecto al oferente, que es considerado como tal “desde el momento en que presenta la oferta ante la Comisión Nacional del Mercado

b. El aceptante.

El aceptante puede ser igualmente cualquier persona física o jurídica, nacional o extranjera, que debe ser necesariamente titular de los valores emitidos por la sociedad afectada. Estos valores también deben estar admitidos a cotización en el MV y otorgan derecho de voto en la sociedad cotizada.

El aceptante se convierte en tal por la aceptación de la oferta en el plazo establecido al efecto. Antes de este momento, dicha persona titular de los valores mobiliarios es un mero inversor.

Sección B. Elementos objetivos.

Hasta ahora me he referido a las acciones como objeto de la OPA, sin embargo, sucede que el mecanismo de ésta es más amplio que la sola transmisión de acciones. El destino de la OPA puede versar también sobre otros valores que directa o indirectamente puedan conceder derecho de voto en las asambleas de la Junta Directiva de la sociedad afectada.

Son considerados valores “cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores.”³²

de Valores para que la autorice”, lo cual adaptándose a Costa Rica, el ente que recibe la oferta es la SUGEVAL. RODRÍGUEZ-CANO, obr. cit., p. 628.

³² Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit. Art. 2, p. 9.

Así dentro de la lista de instrumentos financieros que se consideran valores, figuran: Las acciones emitidas por sociedades anónimas, (así como cualquier otro documento que pueda dar derecho a la suscripción de acciones³³). Además se encuentran las obligaciones negociables, emitidas por un emisor público o privado, los documentos que tengan la naturaleza de títulos valores, según la ley o la práctica mercantil, y los certificados de participación de los fondos de inversión.

La oferta deberá dirigirse siempre a todos los titulares de valores³⁴ emitidos por la sociedad afectada, o a los titulares de los derechos de adquisición o suscripción de acciones con derecho al voto, así como los titulares de bonos convertibles en acciones con derecho al voto.³⁵

Como en este trabajo interesa plantear los lineamientos de la OPA obligatoria, cabe mencionar que la autonomía de la voluntad del oferente respecto a la fijación del número de valores, objeto de la oferta, está limitada por las disposiciones reglamentarias de nuestro país, y siempre dirigidas a tutelar a los accionistas minoritarios y a los titulares de los valores objeto de la OPA que tengan una posición similar a la de la minoría.

a. Contraprestación.

El ROPV habla de OPA como un contrato a título oneroso. Por ello, la contraprestación ofrecida al aceptante por sus valores puede consistir

³³ Entre estos valores se encuentran las obligaciones convertibles en acciones y “los warrants” que según RODRÍGUEZ-CANO, son títulos “que incorporan un derecho de adquisición preferente de acciones ya emitidas de la sociedad”. RODRÍGUEZ-CANO: obr. cit. p. 630.

³⁴ La norma que estipula que la OPA debe dirigirse a TODOS los titulares de valores de la empresa afectada por la OPA, se ubica en el artículo 39 de la LRMV sobre “Sujeción a reglas”.

³⁵ Reglamento de oferta pública de valores: Ibíd. Art. 103, p. 54.

en dinero en efectivo, o en acciones de otra sociedad, asimismo puede tener carácter mixto.³⁶

En principio, la fijación del precio es libre, y como cualquier otro elemento que conste en el prospecto de la oferta, estará sometido al examen y autorización de la SUGIVAL.

Para determinar el precio de la oferta, plantea Rodríguez- Cano, que deberán tenerse en cuenta una serie de criterios, con referencia al momento en que se formule la oferta. Entre éstos, el autor plantea los siguientes.

“...a saber, el valor teórico contable de la sociedad, el valor liquidativo de la sociedad, la cotización media de sus títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de la exclusión, (...) y el precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año...”³⁷

Finalmente, el detalle más importante en torno a las consideraciones sobre la contraprestación, es el aseguramiento de igualdad de trato de los valores que se encuentran en iguales circunstancias.

³⁶ Ver Art. 105 del Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit. p. 55.

³⁷ RODRÍGUEZ-CANO: obr. cit., p. 632 -633.

b. Garantías.

La OPA genera compromisos que son irrevocables, sin que se admita su modificación o desistimiento salvo en los supuestos expresamente, contenidos en el ROPV. Por eso, el oferente debe acreditar a la SUGEVAL la constitución de garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que resulten de la oferta.

Indica el artículo 106 del ROPV que "...en el caso de contraprestación en dinero, las garantías podrán constituirse en dinero o mediante aval a satisfacción de la Superintendencia, siempre que éste cubra el cien por ciento (100%) de la oferta. En el caso de canje de acciones, la garantía se constituirá mediante el depósito de éstas ante una entidad de custodia autorizada."³⁸

La oferta mantiene durante el período de aceptación la contraprestación ofrecida.

³⁸ Reglamento de oferta pública de valores: obr. cit. Art. 106, p. 55.

TÍTULO CUARTO. LA OPA EN EL DERECHO COSTARRICENSE.

He notado mediante este estudio sobre la compra de valores a través de la OPA, que la doctrina costarricense se ha ocupado muy poco de este fenómeno. Las razones por las que se tenga desatendida a la OPA, en Costa Rica, (a nivel doctrinal) resultan desconocidas, pero las lecturas me llevan a suponer que quizá la razón de que esto sea así, se debe a los escasos instrumentos normativos de que se dispone para su calificación.

A la vez, ha resultado complejo indagar sobre su verdadera naturaleza y efectos. El acudir a la doctrina foránea para llevar a cabo este estudio, y a la observación del molde más tradicional de la OPA en otros países, no siempre resulta idóneo para encuadrar esta figura en los esquemas de la formación de este negocio jurídico en nuestro país.

Es pertinente, entonces, introducir este trabajo de investigación, al estudio de la OPA en la normativa de la LRMV y en el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores (ROPV) de Costa Rica. Éstas son las principales y únicas normas que reglan la OPA en nuestro ordenamiento, con excepción de algunos acuerdos del Superintendente para dirigir el procedimiento al respecto.

Capítulo 1. Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Podemos señalar que la OPA carecía 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 LRMV Ley N° 7732, del 27 de enero de 1998, que se introduce y tipifica dicha figura en nuestra legislación.

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

“Quien pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un sólo acto o actos sucesivos, un volumen de acciones u otros valores de una sociedad inscrita en 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...”

Conforme con lo expuesto, se deduce lo siguiente: se limita el principio de la autonomía de la voluntad en el sentido de que quien desee adquirir ese volumen o participación significativa de acciones no puede hacerlo directamente y, sin trabas, con el titular de los valores emitidos por la sociedad afectada, sino que debe hacerlo presentando la correspondiente OPA.

Asimismo, en relación con la citada descripción legal se desprenden los siguientes elementos:

- Adquisición de participación significativa, es decir, adquisición de un porcentaje, cuantitativamente determinado de valores.

- 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.
- Se refiere sólo a valores de sociedades cotizadas, y que otorguen de alguna manera el derecho de voto (o al menos que incidan en él), que es lo que permite el control efectivo de la sociedad.

Sección A. Sanción al incumplimiento de la obligación de promover una OPA.

La LRMV estableció no solo este parámetro de alcance general para precisar la OPA, sino que también estableció un esquema sancionador, cuando se incumpla la obligación de promover una OPA.

Esta sanción está relacionada con el ejercicio de los derechos derivados de las acciones objeto de la OPA, prohibiendo el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones adquiridas (sin extender dicha prohibición a las acciones previamente detentadas).

Igualmente, en vista de que lo anterior puede ser incumplido con facilidad, 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 SUGIVAL a ejercitar la impugnación de dichos acuerdos.³⁹

Sección B. OPA por modificación de Estatutos.

En otro orden de ideas, cuando tenga lugar una OPA que represente más del 50% del total de los votos de los socios de la sociedad cotizada, no puede modificar los estatutos de ésta, salvo promoviendo una OPA dirigida al resto de los tenedores de acciones con derecho a voto.⁴⁰

Ésta es la situación conocida como “OPA por modificación de estatutos”, caso en el cual la LRMV protege al inversor que pueda verse perjudicado por la modificación de los estatutos de la sociedad emisora de los valores adquiridos.

Por esa razón, cuando hay un sujeto que posee la mayoría absoluta del capital social de una empresa con acciones autorizadas para oferta pública, y pretenda modificar, por primera vez, los estatutos

³⁹ “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”. Ley reguladora del mercado de valores: obr. cit. Art. 37, p. 16.

⁴⁰ “Quien adquiera un volumen de acciones u otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones de una sociedad inscrita en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y representen más del cincuenta por ciento (50%) del total de los votos de los socios de la sociedad emisora, además de lo señalado en el artículo anterior, no podrá modificar los estatutos de esta salvo en los extremos que reglamentariamente determine la Superintendencia, sin promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto de los tenedores de acciones con derecho a voto de la sociedad correspondiente.” Ley reguladora del mercado de valores: obr. cit., Art. 38, p. 16 – 17.

de esa sociedad, deberá promover una OPA dirigida al resto del capital social.⁴¹

Estas ideas normativas son reflejo de la Ley del Mercado de Valores en España, que según Zunzunegui, admite algunas excepciones, por ejemplo:

“No resulta imperativo formular la opa cuando la CNMV lo considere innecesario o cuando se trate de modificaciones de los estatutos no significativas para los demás accionistas, como lo son las de cambio de denominación o domicilio, o el aumento del capital con aportaciones dinerarias. Tampoco resulta obligado formular la opa cuando la modificación de estatutos venga impuesta por la Ley...”⁴²

Y para efectos de la OPA por modificación de estatutos, nuestro ROPV indica una lista no taxativa de situaciones en las que esta OPA debe gestionarse, cuando se modifiquen cláusulas que versen sobre lo siguiente: otorguen a los accionistas minoritarios representación en la junta directiva, las que establezcan la conformación de órganos internos de fiscalización o auditoría y las que establezcan mayorías calificadas para la toma de decisiones societarias.

Ahora bien, se analiza un concepto de suma importancia para la formulación de la OPA. De la lectura parcial del numeral 36 de la LRMV

⁴¹ Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit., Art. 100, p. 53.

⁴² ZUNZUNEGUI, Fernando: obr. cit. p. 322.

que realizamos, se infiere la noción de “participación significativa”⁴³ que está directamente relacionado con la toma de control, por requerir este fenómeno cierto grado de participación accionaria de una persona, una sociedad, o grupo de interés económico.

En este caso, la participación significativa tiene que ver con un porcentaje accionario que no se encuentra especificado dentro de las disposiciones de la LRMV, por lo que debemos a continuación introducir las especificaciones que incluye el ROPV.

Capítulo 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 para 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

⁴³ “La participación en una sociedad, entendida como **un conjunto de derechos de voto controlados por una única unidad de decisión**, puede tener múltiples manifestaciones, tanto porque las acciones pueden ser formalmente propiedad de distintas entidades, como porque las acciones pueden encontrarse en distintas situaciones jurídicas (prestadas a un tercero o depositadas en prenda, por ejemplo). Ello sin olvidar que pueden existir contratos que puedan dar lugar a la tenencia de acciones en algún momento.” ANDRÉS, María Sala I, obr. cit. p. 275. (El resaltado no es del texto original).

50% del capital en circulación y con derecho a voto de la sociedad afectada por la OPA.⁴⁴

- 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 mercantil, cuyo pago se hará en dinero y se expresará por cada valor unitario.
- Garantías de la Oferta: El oferente deberá acreditar ante la SUGIVAL la constitución de garantía que cubra el 100% de la oferta, pueden constituirse en dinero o mediante aval.

Los dos primeros puntos son los que ameritan en esta ser desarrollados con profundidad en la sección siguiente.

Sección A. Participación significativa.

Dijimos, anteriormente, que la participación significativa está relacionada con un cierto número de valores bajo el control de una misma persona. Por eso para determinar cuándo nos encontramos ante una participación significativa, el ROPV presenta una especie de sistema escalonado, que exhibe dos diferentes escalones que establecen la consideración participativa en dos distintos porcentajes:

⁴⁴ Véase Art. 102 del Reglamento sobre oferta pública de valores.

El igual o superior al veinticinco por ciento, y el superior al cincuenta por ciento del capital con derecho a voto en una sociedad.

El primero es para cualquier persona que pretenda adquirir a título oneroso acciones cotizadas en la bolsa, y que para llegar a alcanzar una participación significativa persigue el veinticinco por ciento del capital social (pero inferior al cincuenta por ciento).

Esta oferta deberá realizarse sobre un número de valores que representen al menos el diez por ciento del capital social de la sociedad afectada por la oferta. Esto significa que el oferente no podrá establecer un límite máximo de valores para extender la oferta, que sea inferior al que represente el diez por ciento del capital. Este diez por ciento es una cifra mínima de compromiso de adquisición por parte del oferente.

El segundo escalón, regula la situación de quien ya ha alcanzado el veinticinco por ciento del capital social sin obtener el cincuenta por ciento lo cual así pretende. Para intentar alcanzar este porcentaje, la oferta deberá realizarse sobre una cantidad de valores que le permitan conseguir el setenta y cinco por ciento del capital como cantidad menor que el oferente se compromete a adquirir.

Éstos son casos de OPAS parciales (no por todo el capital societario), que deben hacerse a priori para alcanzar la participación que iguale o supere los límites establecidos.

Sección B. Cómputo de la participación.

Ahora debo tratar el tema del “cómputo de la participación significativa”, que se encuentra regulado en el artículo 103 del ROPV.

Mencionamos ya que lo relevante en este tema de participación, es siempre el derecho de voto sobre la sociedad afectada; por lo tanto, para efectos del cómputo de participaciones, se tendrá en cuenta tanto la titularidad de las acciones (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.⁴⁵

La normativa anterior nos revela que se han contemplado una serie de posibles situaciones para la tenencia de acciones y el ejercicio de sus derechos de voto. Asimismo, se establecen en el ROPV las reglas para computar el porcentaje de participación en el capital social a efectos de derechos de voto.

Se consideran acciones poseídas por una misma persona (ó unidad de decisión):

- las poseídas por sociedades del mismo grupo,
- las poseídas por personas que actúen en nombre propio pero por cuenta del otro, y
- las poseídas por varias personas que actúan por convenio.

Por lo tanto de esto podemos concluir que en caso de que ocurra una adquisición que sea una mera redistribución de valores dentro del

⁴⁵ Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit. p. 54.

mismo grupo, este marco no obliga a realizar una OPA (caso excluido de la obligatoriedad a formularla).

¿Qué sucede con las acciones sin derecho a voto? Se computarán cuando gocen de éste, de acuerdo con nuestra legislación.

Finalmente, queda un caso por considerar: ¿Cómo determinar si existe participación significativa en el caso de instrumentos que den lugar a la adquisición de acciones por parte de un sujeto (por ejemplo las obligaciones convertibles)?

Para esto nos dice Anna María Sala I Andrés “hay que tomar en consideración dos momentos: el de la adquisición de los instrumentos, y el de su transformación en acciones al ejercitar los derechos que incorporan”⁴⁶

Así, en este último caso, para conocer la participación de este sujeto en el capital, hay que tener en cuenta lo siguiente: la posesión de acciones que tenía antes de la adquisición de las obligaciones convertibles, la cifra del capital que resulta de la conversión de los derechos, si todos los poseedores los ejercitan, y la cifra de capital aumentado que resulta del ejercicio efectivo de la conversión.

De esta forma concluyo con los supuestos de obligación para realizar una OPA, que son los principales rasgos contenidos en el ROPV, para llegar así al momento de exponer todos los aspectos formales que deben cumplirse para su formulación en apego a la normativa costarricense.

⁴⁶ ANDRÉS, Ana María Sala I: obr. cit. p. 276.

TÍTULO QUINTO. PROCEDIMIENTO A SEGUIR EN LA FORMULACIÓN DE UNA OPA.

La OPA es una operación bursátil que se presenta básicamente por el medio escrito, y se encuentra sometida a una serie de trámites que son supervisados y autorizados por la SUGEVAL. Estos trámites tienen importancia, en cuanto garantizan los derechos de los sujetos que intervienen en la OPA: el oferente, la sociedad afectada, accionistas y otros cuando los haya.

En la doctrina del autor español Cachón Blanco, se pueden identificar cuatro etapas fundamentales en el desarrollo de la OPA, 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).

Estas fases identificadas por Cachón Blanco en el Derecho español, son, en realidad, las mismas que podemos identificar en las disposiciones del ROPV, ya que la OPA es un objeto de intenso control administrativo por la SUGEVAL, desde que se solicita la autorización de la oferta hasta más allá de concluida la liquidación.

El Capítulo II del Título V del ROPV "Presentación y autorización de la oferta" nos indica cómo se formula la OPA en Costa Rica, lo cual repasaré detalladamente para dar a conocer el mecanismo de formulación de ésta, así como su contenido contractual, que es

propriadamente la generación de derechos y obligaciones a cargo de las partes (oferente y aceptante).

Capítulo 1. La oferta.

La tramitación administrativa de la oferta se inicia con su presentación por parte del oferente o su representante legal ante la SUGEVAL, mediante un escrito de solicitud, que vendrá acompañado del folleto explicativo de la oferta,⁴⁷ este folleto debe estar redactado conforme a lo dispuesto en el artículo 108 del ROPV y la documentación exigida por el artículo 107, entre los cuales figura el documento que acredite la constitución de la garantía de la oferta en relación con el artículo 106 (analizado en el Título IV de esta tesis), entre otros requisitos.

Todos estos documentos deberán estar suscritos por parte del oferente con poder suficiente para obligarse con esta oferta.

Con la recepción de la oferta, la SUGEVAL deberá suspender con cautela la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta⁴⁸, comunicándosela a las sociedades rectoras de las bolsas de valores en que estuvieren negociándose éstos.

La SUGEVAL, entonces, estudiará la oferta y podrá solicitar al oferente aportar información adicional que sea necesaria. Asimismo también podrá exigirle al oferente incluir esta información en el folleto informativo o prospecto de la oferta.

⁴⁷ Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit. Art. 107, p.55.

⁴⁸ Ibid. Art. 110, p. 58.

La SUGEVAL deberá decidir sobre la oferta en el plazo de 10 días hábiles, a partir de que ha recibido la solicitud de autorización; y en el caso de que la SUGEVAL solicite información adicional, este plazo comenzará a correr desde la recepción de la información adicional solicitada.

En el caso de que existan ofertas competidoras⁴⁹ la SUGEVAL es competente para autorizarlas. Una vez publicada la primera oferta, podrán presentarse dentro de los quince días siguientes ofertas competidoras.^{50,51}

Analizada la oferta, el acuerdo de la SUGEVAL podrá ser de autorización o de denegación de la oferta, en caso de denegación, esta resolución puede ser recurrible ante el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

La SUGEVAL hará un comunicado de la resolución al oferente, a la sociedad afectada y a las sociedades rectoras de las bolsas de valores.

Pasada la autorización de la oferta, la SUGEVAL tendrá poder para continuar con la instrucción del procedimiento de la OPA, vigilancia y supervisión de los demás trámites postaceptación. Dentro de estos poderes se encuentran: Ordenar al oferente ampliar o repetir los anuncios hechos de la oferta, autorizar la prórroga de plazo de

⁴⁹ Reglamento de oferta pública de valores: obr. cit., Art. 113, p.59.

⁵⁰ "...Estas ofertas estarán sujetas al mismo trámite de autorización dispuesto en el Artículo 87 de este Reglamento..." Ibid.

⁵¹ "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 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..." BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.: obr. cit., p.7.

aceptación, recibirá un informe del órgano de administración de la sociedad afectada para incluirlo en el expediente. Podrá además autorizar la modificación de la oferta en caso de que sea requerido, recibirá las comunicaciones de las sociedades rectoras de las bolsas de valores respecto al número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.

Incluso en el momento de liquidación de la operación, la SUGEVAL es el órgano encargado de autorizar el levantamiento de la garantía ofrecida, inicialmente.

Ahora bien, resulta pertinente conocer sobre el contenido de la oferta. Es el artículo 108 del ROPV el que contiene la información del folleto o prospecto que detalla la oferta, tanto respecto de su contenido, como respecto a su desarrollo, que puede ser ampliado con información adicional por libre voluntad del oferente, ó imposición de la SUGEVAL. La función del folleto informativo es ofrecer a los titulares de los valores a los que se dirige la oferta, los datos que a éstos les sean suficientes para tomar una decisión fundada al respecto.

Este folleto, contiene diferentes tipos de información: Información sobre elementos subjetivos de la oferta, elementos objetivos de la oferta y elementos formales de procedimiento.⁵²

Sección A. Información sobre elementos subjetivos.

El inicio de la oferta brinda la información que da a conocer la identidad del oferente y sus circunstancias, del grupo económico al que

⁵² SMITH, Carlos de Cárdenas: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición, p. 109.

pertenece, las personas responsables del folleto, así como la relación de los valores de la sociedad afectada de los que sea titular directa o indirectamente el oferente, las sociedades de su mismo grupo, y otras personas que actúen por cuenta del oferente o en negociación con él.

Parte de esta información permite a la SUGIVAL hacer una revisión respecto de las prohibiciones de adquirir valores emitidos por una sociedad cotizada en la BNV por parte del oferente.

En caso de que el oferente sea una persona jurídica, deberá incluirse la información sobre los miembros de sus órganos de administración, indicando además los derechos de voto correspondientes a los valores de dicha sociedad. Esta data permite conocer el nivel de participación en el capital, en el momento previo a la oferta, para apreciar el cumplimiento de las obligaciones de notificación a la SUGIVAL de la adquisición de participaciones significativas.

Finalmente, esta sección de información debe incluir los datos sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente que incluye: identificación de su patrimonio, cifras de negocios, activos, endeudamientos, auditorías, descripción de los productos o servicios desarrollados, y un análisis de la trayectoria de la empresa en término de su situación financiera. Cuando la sociedad oferente forme parte de un grupo económico, esta información deberá extenderse al grupo consolidado.

Sección B. Información sobre elementos objetivos.

La información objetiva de la oferta debe detallar los valores a los

que se extiende la oferta, así como la contraprestación ofrecida por la compra de éstos.

En el caso de que la contraprestación ofrecida sean acciones, el oferente deberá incorporar la información sobre la situación económico-financiera, en relación con la empresa emisora de las acciones que se ofrecen, así como los derechos y obligaciones que incorporan estos valores, y expresar si gozan o no de derecho a voto, para que pueda hacerse una estimación del valor ofrecido.

Igualmente, deberán incorporarse las valoraciones de la empresa, realizadas por un profesional independiente, de conformidad con las instrucciones que emita el Superintendente.

Número máximo de valores a los que se extiende la oferta y en su caso, número mínimo de valores, a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta.

Por último, se puntualizarán las garantías constituidas por el oferente para la liquidación de la oferta.

Sección C. Elementos formales de procedimiento.

Esta información resulta una guía a los titulares de los valores, que se pretende comprar para que conozcan el plazo de aceptación de la oferta, las formalidades que deben cumplir para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en que recibirán la contraprestación en caso de su juicio estime aceptar la oferta.

También sabrán sobre los gastos de aceptación y liquidación de la oferta, como de la designación de los puestos de bolsa que actúan por cuenta del oferente.

Sección D. Comunicación de la oferta.

Cuando exista resolución de autorización de la oferta, por parte de la SUGEVAL, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá comunicar a los accionistas la existencia de una oferta pública de adquisición autorizada, lo cual deberá hacer en el plazo de tres días hábiles, contados a partir de la comunicación que realice la SUGEVAL.⁵³

Otra comunicación de la oferta que debe realizarse, es hecha por el oferente para dar difusión pública y general a la oferta, lo cual debe hacer en el plazo de cinco días hábiles a partir del comunicado de aceptación por parte de la SUGEVAL.⁵⁴ Esta comunicación por parte del oferente consiste en publicaciones en dos diarios de circulación nacional, remitir el folleto informativo de la oferta a las bolsas en las que los valores se cotizan, así como ponerlo a disposición de los interesados.

Sección E. Cese de efectos de la oferta.

La oferta puede ser pura y simple o condicionada a que como consecuencia de la misma pueda adquirirse un número mínimo de valores. En caso de que exista una oferta condicionada, el artículo 116 del ROPV ha dispuesto que la ésta quedará sin efecto, cuando no se acepta el porcentaje suficiente para que se produzca la adquisición del número mínimo de valores a la que el oferente la condicionó.

⁵³ Reglamento de oferta pública de valores: obr. cit., Art. 111, p.58.

⁵⁴ *Ibíd.*, Art. 112, p.59.

Capítulo 2. La aceptación.

La aceptación de la oferta es necesariamente incondicionada, con carácter irrevocable, y carecen de validez si se someten a condición. El plazo para la aceptación de las ofertas definitivas es de quince días hábiles, a partir de la primera publicación de la oferta. Para declarar la aceptación de la oferta, podrá realizarse a través de cualquier puesto de bolsa, en la forma en que señale el folleto informativo. Los puestos, a su vez, comunicarán las aceptaciones al oferente, por medio de los representantes designados en el folleto.⁵⁵

En principio, la fijación del plazo de aceptación depende de la voluntad del oferente. Sin embargo, existen disposiciones legales que establecen un mínimo como son los quince días hábiles en caso de ofertas definitivas. Sin embargo, en las demás ofertas, el oferente determina el plazo de aceptación, e incluso él mismo puede prorrogarlo ante circunstancias que acontezcan.

El artículo 122 del ROPV establece que una vez transcurrido el plazo de aceptación cada oferente comunicará a la SUGIVAL el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación recibidas, así como la propuesta de liquidación de los valores.

Hecho esto, la SUGIVAL comunicará a las bolsas de valores en las que tales valores estén admitidos a negociación, a los oferentes y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo de cada oferta, según se haya alcanzado o no el número mínimo de valores señalados en la oferta.

⁵⁵ Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit., Art. 119 y 120, p. 62.

Capítulo 3. El contrato resultante de la concurrencia de la oferta y de la aceptación.

La perfección de la OPA se produce por la coincidencia de la oferta y la aceptación. Por el carácter mercantil de la OPA, no hay duda de que el contrato queda perfeccionado con la declaración de aceptación del aceptante.

Puedo observar un análisis al título V de “Oferta Pública de Adquisición” del ROPV que las obligaciones principales de entrega de los valores y el pago de precio (o pago de valores ofrecidos como contraprestación), que son derechos y obligaciones derivados del contrato resultante de la OPA, no están bien reguladas en nuestro reglamento.

De ahí que las únicas disposiciones referidas a la liquidación de las ofertas, están contenidas en el artículo 124 del ROPV que reza así:

“Las ofertas que hubieran alcanzado un resultado positivo se liquidarán en el mismo plazo previsto para las operaciones bursátiles al contado. Para los efectos de este Artículo las operaciones se tendrán por perfeccionadas el día inmediato siguiente a la comunicación del resultado de la Superintendencia (...).”⁵⁶

Por lo tanto, más allá de lo dicho en el epígrafe anterior, en las operaciones en que la contraprestación consista en dinero, la liquidación

⁵⁶ Reglamento sobre oferta pública de valores: obr. cit. Art. 124, p.63.

podrá realizarse por medio de los mecanismos de liquidación de bolsa o fuera de ellos (por medio de intermediarios autorizados).

Así liquidada totalmente la operación, el oferente tendrá derecho a que se le autorice por parte de la SUGEVAL, a levantar la garantía ofrecida.

Es ésta la cuestión, especialmente, regulada en la normativa reglamentaria de Costa Rica, con respecto a los múltiples derechos y deberes que surgen para las partes del contrato, fundamentalmente para el oferente, como consecuencia de la realización de la oferta.

TÍTULO SEXTO. VALORACIONES AL SISTEMA DE OPA OBLIGATORIA COMO MODELO IMPERATIVO PARA LA TOMA DE CONTROL SOCIETARIO.

De las reflexiones que he desarrollado hasta ahora resulta claro que el sistema de OPA obligatoria introducida por la LRMV, no es de ninguna manera el único modo posible para regular las operaciones de toma de control de las grandes sociedades bursátiles.

Junto a este modelo que obliga a formular una OPA para cualquier adquisición de participaciones significativas, existe otro panorama comparado que ofrece ejemplos de cómo una OPA puede también configurarse como un mecanismo de mera voluntad. Así otros ordenamientos jurídicos ofrecen la facultad de escoger procedimientos alternativos para dichas adquisiciones.

Esas alternativas voluntarias son, entonces, una visión radicalmente distinta de lo que significa toma de control o cambio de control como también algunos autores llaman. Representan en sí una discordancia técnica, además de un diferendo en la incidencia que puede existir en la posición de los accionistas minoritarios.

Estas percepciones son dos caminos separados sobre la misma situación económica, en la que por un lado la OPA obligatoria se justifica a sí misma, por la necesidad de evitar los riesgos que pueden resultar de la toma de control para los accionistas minoritarios, y se les brinda la posibilidad de vender sus valores de participación social, en las mismas condiciones que a los socios de mayor peso; por otro lado, la OPA voluntaria, siendo un mecanismo facultativo no percibe ese riesgo para

los accionistas menores y da libertad casi absoluta al oferente para estructurar su operación según su conveniencia, al ser la OPA un mecanismo escogido o no para llevar a cabo la transacción.

Ante esta divergencia planteada entre un modelo de OPA y el otro, y siendo que el tema planteado en la hipótesis de este trabajo de investigación; es el desquebrajar el problema de la obligación legal de formular una OPA, por ello, ocuparse del fundamento mismo del régimen de la OPA obligatoria resulta conveniente en este apartado.

Capítulo 1. Alcance y contenido del principio de igualdad de trato a los accionistas.

Si hay un principio esencial que ha regido el sistema de OPA obligatoria, es en definitiva la igualdad de trato entre los accionistas. Existe el propósito de evitar que las operaciones de toma de control de las sociedades bursátiles se den de forma desigual para los distintos accionistas de la sociedad afectada.

En este sentido la OPA obligatoria es, en realidad, una consecuencia que parece lógica de este principio que asegura la paridad de trato entre accionistas y que también está presente en el derecho societario.

Por lo tanto, basta con partir de la noción misma de contrato de sociedad y presuponer que la igualdad es normalmente la voluntad querida por quienes se agrupan como socios para realizar una actividad económica.

Opina el autor García de Enterría, que “no parece arriesgado inferir la existencia de un principio general de igualdad o paridad de trato que ha de presidir todo el Derecho de sociedades y que ha aplicarse, por consiguiente, más allá de los supuestos concretos específicamente contemplados por el legislador”⁵⁷.

Partiendo de esta paridad proclamado por los textos legales, y reseñando este principio dentro de las normas estructurales y funcionales de la sociedad anónima, no resulta extraño que se haya formulado un auténtico derecho a la igualdad de trato como está sugerido en el artículo 120 del Código de Comercio en nuestro país.⁵⁸

Solo así cabe explicar que la existencia de un tratamiento igualitario pueda extenderse más allá de las disposiciones de la LRMV, y que integra la condición de socio, y por lo tanto la acción de la sociedad no resulte limitada por derechos preexistentes de los accionistas.

Pero cabe preguntarse ¿qué extensión tiene este principio en las operaciones de toma de control societario? Mencioné, anteriormente, que el principio de igualdad de trato de los accionistas da origen al sistema de OPA obligatoria, y por ello nuestro ordenamiento jurídico ha

⁵⁷ ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 141.

⁵⁸ “ARTÍCULO 120.- La acción es el título mediante el cual se acredita y transmite la calidad de socio. Las acciones comunes -también llamadas ordinarias- otorgan idénticos derechos y representan partes iguales del capital social y deberán ser nominativas. Está prohibida la emisión de acciones sin valor. Tanto las acciones comunes como las preferentes u otros títulos patrimoniales, podrán ser emitidos en moneda nacional o extranjera. *(Así reformado por el artículo 187, inciso b), de la Ley Reguladora del Mercado de Valores No.7732 de 17 de diciembre de 1997)*”. Código de Comercio, Ley N° 3284. Del 30 de abril de 1964, San José, Costa Rica, Editorial Litografía e Imprenta LIL, S.A., 2004, p.31.

impuesto de forma forzosa la OPA como mecanismo para la adquisición de participaciones significativas, haciendo exclusión de otros mecanismos alterativos, que según distintos autores son incapaces de garantizar las condiciones de igualdad deseadas.

Sin embargo, sin obviar el carácter central de esta garantía, el análisis de este principio, en el ámbito de las regulaciones del Derecho del Mercado de Valores nos hace dudar sobre su verdadero alcance.

La aplicación de este principio se encuentra en el ambiente interno de las relaciones entre socios, con el fin de evitar que la sociedad pueda beneficiar a determinados accionistas en detrimento de otros. Lo anterior quiere decir, que los términos o posiciones con que algunos accionistas puedan disponer de sus valores, (en este caso disponer a favor de una persona interesada en tener control sobre la sociedad), no pueden considerarse contrarios al principio de igualdad, puesto que la posición de los demás accionistas y la propia situación del patrimonio social no se ven afectadas por la realización del cambio de control.

En el Derecho alemán, por ejemplo, indica García de Enterría, que este principio se refiere "a las reglas de funcionamiento de la sociedad y no a la situación individual de los accionistas fuera de la propia institución"⁵⁹, teniendo esto como conclusión que el accionista al igual que todo propietario, tiene derecho a vender su bien al precio acordado con su contraparte.

En este sentido, no deja de ser significativo que ordenamientos como el estadounidense y el alemán han hecho un amplio

⁵⁹ ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 147.

reconocimiento al principio de igualdad de trato de los accionistas dentro del derecho societario, pero no así teniendo la necesidad de extenderlo a las operaciones de toma de control para mantener un sistema de OPA voluntaria.

No se trata aquí de hacer notar simplemente una conveniencia en eludir un enfoque formalista en la OPA obligatoria, sino plantear un problema que surge a continuación: determinar si los posibles efectos que puedan surgir de los cambios de control sobre la situación de nuestra sociedad son suficientes para fundamentar que los accionistas minoritarios reciban una oferta de compra de valores por parte del oferente.

No sólo lo anterior, cabe preguntarse si esta obligación de plantear una OPA disminuye las consideraciones de los oferentes a actuar para formularla y adquirir un paquete significativo de valores en una sociedad que necesariamente no requiere ser dirigida a la totalidad de accionistas en la sociedad afectada. No obstante, siempre debe analizarse el significado económico de la toma de control y las consecuencias de estas para los accionistas minoritarios⁶⁰.

Prestar atención al resultado económico producido por estas operaciones, podría servir o sirven para poner a disposición de los sujetos distintos mecanismos de tutela como lo es este principio, especialmente cuando los participantes del MV tienen la intención de crear una unidad

⁶⁰ Un ejemplo de esto es como una operación como la fusión de sociedades produce que se unifican los cuerpos accionarios de las sociedades que se fusionan, y se reagrupan en una sociedad nueva o la que conocemos como absorbente. Las operaciones de cambio de control pretenden transmitir una participación significativa que no implica unificación de las carteras accionarias, sino que elimina por completo la posición de los demás accionistas.

económica, pero esto no significa que deba crearse un procedimiento único.

De esta forma el principio de igualdad de trato es extraído del derecho societario y de las relaciones puramente internas de la sociedad, para aplicarse también al ámbito propio de los fenómenos de concentración empresarial y funcionamiento de los mercados de valores, que es, en resumen, ya no sólo la tutela al socio, sino que también representa tutela al inversor.

Asimismo opina la autora Anna María Sala I Andrés que incluso hay quienes advierten en este modelo de OPA obligatoria una manifestación en el ámbito de los mercados de valores de un principio de defensa de los intereses del consumidor que es característico del derecho mercantil moderno.

He planteado, por lo tanto, dos facetas distintas sobre un mismo principio que justifican, a su vez, la razón de ser de dos sistemas de OPA fundamentalmente contrapuestos.

Capítulo 2. La OPA obligatoria como técnica para repartir la prima de control.

Al reseñar las nociones del Título tercero, recordamos que una de las ideas que sustentan a la OPA obligatoria es el propósito de permitir que todos los accionistas puedan beneficiarse de un mismo precio por la venta de sus valores.

Sucede en la práctica que las acciones emitidas por la sociedad afectada y adquiridas por el nuevo socio de control, se transmiten por un precio superior al de las acciones ordinarias. Este sobreprecio es el que se conoce como prima, y es el valor que satisface el adquirente sobre el valor de mercado de las acciones.

El régimen de la OPA obligatoria pretende que la prima de control pueda pagarse de forma selectiva a los socios significativos para garantizar de esta forma una participación que sea igualitaria a todos los accionistas en el sobreprecio, que normalmente satisface el adquirente.

De esta forma la SUGEVAL estaría supervisando en estas operaciones que el paquete accionario de control se transmita en conjunto, con el precio de una prima sobre lo que sería el precio de mercado de los valores que se pretenden adquirir.

Es por esta razón que ante el carácter económico de la OPA como operación onerosa, que resulta importante analizar la razón de ser de esa prima o sobreprecio y los motivos que llevan al nuevo adquirente de los valores a pagar por ese precio superior al que resulta del simple valor de mercado de las acciones, si se consideraran aisladamente.

A pesar de que las razones que puedan llevar al nuevo socio de control a desembolsar una prima, pueden ser muchas, y no se pretende aquí tratar de conocerlas todas, al tratarse de un acto de inversión libremente decidido por quien lanza la oferta, cabe suponer que se trata de una previsible rentabilidad económica.

Sin embargo, es evidente que el legislador ha planteado el sistema de OPA obligatoria con una cierta desconfianza de la disposición económica del oferente para hacerse de la toma de control social pagando una suma sobre el precio en que están cotizadas las acciones. Pareciera que este hecho se ha interpretado como un elemento sospechoso, que permite dudar de las intenciones del adquirente y que pone en peligro la situación de los accionistas minoritarios tras la toma de control.

A pesar de que se ha considerado la prima como una especie de soborno a los antiguos socios mayoritarios de la sociedad afectada, con el fin de inducirles a la venta de sus acciones, García de Enterría plantea que hay otra razón ontológica para la prima en el plano económico.

Pareciera que la prima refleja, en realidad, la contraprestación por el poder de gestionar una sociedad y así poder colocar al oferente en una situación en la que podrá determinar la dirección y administración de la sociedad cotizada⁶¹ (esto de acuerdo al sistema de mayoría que rige en la sociedad anónima para la toma de decisiones).

Ésta parece ser una explicación suficiente para que el oferente se atreva a pagar una prima en el afán de reunir una participación mayoritaria para “colocarse en una situación económica más segura, en la que podrá tutelar y proteger directamente el valor de su inversión, a través del legítimo ejercicio del poder de decisión de la sociedad”⁶².

⁶¹ “La principal... razón económica de la prima, que deriva de oportunidades perfectamente lícitas, consiste en el hecho de que quien adquiere el paquete mayoritario sabe que en el futuro podrá influenciar directamente, y de forma decisiva, la administración de la propia inversión.”. ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 172 citando a Zurita y Sáenz de Navarrete: La oferta pública de adquisición p.79.

⁶² ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 172.

Por consiguiente, si la prima de control refleja la contraprestación que está dispuesto a pagar el oferente por la facultad de gestión de la sociedad y por el poder de autoadministrar y de rentabilizar la propia inversión, no resulta evidente que de ella tengan que beneficiarse accionistas que carecen manifiestamente de interés alguno sobre el poder de dirección de la sociedad y que invierten en ella confiando en la gestión profesional de quienes ejercen el control de la sociedad (si la prima de gestión es la contraprestación económica por el poder de gestión social, no parece extraño que no puedan beneficiarse con aquélla, quienes no participan en este poder).

A raíz de estas consideraciones, no sólo es pertinente observar las pautas idealistas que rondan en torno a la concepción de sociedad anónima, alejadas de sus verdaderas pautas de funcionamiento económico, para hacer justicia al verdadero significado de la prima de control para lograr la compra de paquetes accionarios significativos.

Capítulo 3. La OPA obligatoria como mecanismo de salida de los accionistas minoritarios ante la entrada del nuevo socio de control.

La OPA obligatoria se fundamenta, también, en la conveniencia de permitir que los accionistas minoritarios puedan abandonar la sociedad afectada y liquidar su inversión, en condiciones iguales a los accionistas mayoritarios, esto ante los cambios que se prevén planteará el nuevo socio en la gestión y administración de la sociedad.

Se considera que la adquisición de un paquete de control por un nuevo socio implica un cambio sustancial en las características económicas de la sociedad, que repercute en la posición y en las expectativas de los accionistas minoritarios, razón por la que se considera que estos deben tener la facultad de abandonar la sociedad, cuando así lo prefieran para no hacer frente al riesgo que deriva del cambio de administración.

Sin embargo, existe otra cara de la moneda en esta percepción, la cual planteo a continuación: Si se considera que los accionistas-inversores minoritarios adquieren acciones en atención a criterios fundamentalmente económicos (o sea plenamente conscientes en cuanto a su posición minoritaria), no parece que el simple cambio en la titularidad del paquete de control por sí mismo pueda afectar en forma significativa sus expectativas patrimoniales.⁶³

Por otra parte, si se atiende a la lógica económica de las tomas de control puede argumentarse que éstas tienden a resultar beneficiosas para los propios accionistas minoritarios por una visión realista de que el nuevo socio de control busca maximizar la rentabilidad de su inversión.

Resulta interesante que la circulación del control de una persona a otra, evidencia el distinto valor que el poder de decisión de la sociedad tiene para diferentes sujetos, en el sentido de que el adquirente confía (en principio) en poder traer una mayor utilidad de la administración de

⁶³ “...resulta patente que para el pequeño accionista que invierte en acciones buscando simplemente una colocación rentable para sus ahorros y que se despreocupa por completo –por poderosas razones económicas- de la gestión social, la entrada de un nuevo socio significativo no ha de tener normalmente incidencia alguna sobre su posición económica ni sobre las expectativas que le llevaron a invertir en una determinada sociedad.” ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 201.

los activos de la sociedad, de la cual se beneficiarán los accionistas minoritarios.

Así parece claro que las operaciones de cambio de control, por su propio significado económico, tienen que favorecer de forma general a los accionistas minoritarios que saldrán beneficiados de los esfuerzos del nuevo socio significativo que, a la vez, puede inferirse del hecho de que este al haber pagado una prima para tener el control de la sociedad, está desembolsando ya una parte de las ganancias que ha anticipado.

Capítulo 4. Los costos que la OPA implica para el mercado de control societario.

Finalmente con este capítulo se considera que la OPA obligatoria supone costos mayores para la toma de control con respecto a otras figuras jurídicas por distintas razones. Veamos.

En primer lugar, desde el momento en que el sistema normativo obliga a quien pretenda hacerse con el control a dirigir su oferta a todos los accionistas, resulta manifiesto que la obligación de formular la OPA obligará a menudo al oferente a comprar una cantidad de valores superior a la que realmente desea y, en consecuencia, a incurrir en gastos económicos más elevados.

El sistema de OPA obligatoria para García de Enterría es un desincentivo⁶⁴ a los traspasos de control, dado que el incremento de los costos determina una disminución de las operaciones realizadas. Lo cual nos lleva a plantear un nuevo costo y riesgo, relacionado con el desempeño del mercado de valores.

Sucede que el mercado de control societario permite que los recursos y activos empresariales fluyan hacia quien los valora en mayor medida, por lo tanto, cualquier entorpecimiento de los mecanismos de circulación va en perjuicio de la eficiencia del sistema productivo y financiero en su conjunto, (“...existe un riesgo de que la necesaria evolución de las estructuras económicas quede petrificada.”⁶⁵).

En términos generales, el problema se plantea por el notable encarecimiento que para las operaciones de cambio de control supone el sistema de OPA obligatoria, en relación con los otros sistemas que reconocen la libertad de actuación de los sujetos económicos en este campo.

Finalmente, es menester resaltar que un efecto práctico de la OPA obligatoria, especialmente si ésta es llevada al límite de exigir la formulación de la oferta por la totalidad del capital de la sociedad afectada, (quiere decir un régimen de OPA total)⁶⁶, resulta totalmente

⁶⁴ “Que una regla igualitaria desincentiva inevitablemente la realización de los cambios de control es algo generalmente reconocido, incluso por quienes defienden dicha regla por otros motivos...”. ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, p. 243 citando a Manne: “Mergers and the Market for the corporate control” p. 117.

⁶⁵ *Ibíd.*

⁶⁶ “Una segunda clasificación de tipos de OPAS obligatorias ordinarias, que también implica una política concreta y una regulación diferenciada, (...) permite distinguir entre OPAS totales y OPAS parciales. Se entiende que una oferta es total cuando el oferente se compromete a adquirir la totalidad de los valores de la sociedad afectada. Por el contrario, una oferta es parcial cuando el oferente sólo se compromete a adquirir

contradictorio con la lógica del mercado de valores, al quedar la concentración de todo el capital social en un único accionista.

Lo señalado resulta incompatible con el mantenimiento del carácter bursátil de la sociedad, así como con el principio mayoritario que está en la base misma de la organización y del funcionamiento de las sociedades anónimas.

Definitivamente se concluye que los sistemas de OPA parcial ilustran, claramente, cómo el legislador intenta mitigar en cierta forma los graves efectos que puede traer consigo un estricto régimen imperativo de OPA, eximiendo al oferente de la necesidad de dirigirse contra la totalidad del capital de la sociedad afectada, permitiéndole de esta manera, limitar su oferta a un porcentaje determinado de valores.

De esta forma, al margen de todas las objeciones generales que aquí se han planteado, el lector puede analizar por sí mismo cada uno de los obstáculos estructurales que impiden o entorpecen el desarrollo del mercado de adquisiciones en nuestro país.

un porcentaje determinado de acciones de la sociedad afectada que corresponde generalmente al necesario para adquirir o aumentar el control.” ANDRÉS, Ana María Sala I: obr. cit. p. 139.

CONCLUSIONES

Antes que una conclusión, procede una recapitulación de lo expuesto en los anteriores apartados en cuanto a la disciplina y la práctica de la OPA.

1. El sistema de OPA obligatoria, que planteó la LRMV en nuestro país como mecanismo obligatorio para todas las adquisiciones de participaciones significativas de las sociedades cotizadas, no es en definitiva el único ofrecido por el Derecho comparado para la regulación jurídica de las operaciones de cambio de control, y junto a él coexisten sistemas de OPA, meramente voluntaria que reconocen la facultad del adquirente del control de optar libremente por posibles procedimientos alternativos.

2. Esta contraposición de modelos, se explica por una concepción radicalmente diversa de los problemas que ocasionan las operaciones de cambio de control de las grandes sociedades y de la necesidad de tutela de los accionistas minoritarios en este campo. Así, el sistema de OPA obligatoria no puede considerarse como un modo más avanzado en lo que sería el proceso de toma de control, ya que siendo un mercado como el norteamericano, el mercado de OPAS más activo del mundo por las características especiales de sus sociedades, disfruta exitosamente de un sistema de OPA meramente voluntaria.

3. El principio de igualdad de trato de los accionistas, que suele considerarse como el fundamento principal del sistema de OPA obligatoria, en realidad, no condiciona en modo alguno la opción en favor de uno u otro sistema. Este principio tiene un alcance puramente interno, y no incide sobre las operaciones que realicen los socios a título individual.

4. La imposición de una estricta regla de paridad de trato de los accionistas en las operaciones de toma de control, no debería basarse, únicamente, en simples percepciones que van ligadas al abstracto concepto de justicia que no responde a un verdadero análisis de la dinámica de la toma de control.

5. La igualdad de trato que postula el régimen de OPA obligatoria, pretende asegurar, en primer lugar, la participación de todos los accionistas de la sociedad afectada en la prima que pueda pagar el nuevo socio del control en relación con el precio de mercado de las acciones y evitar, así, discriminaciones entre los socios.

6. La voluntad del adquirente de una participación significativa a pagar una prima o sobreprecio por las acciones adquiridas puede explicarse, sin necesidad de que existan elementos irregulares o sospechosos. Y que, a diferencia de los socios minoritarios (que confían su inversión a una gestión ajena), el poseedor de una participación accionarial de control disfruta de una posición económica más segura en la que, a través del legítimo ejercicio del poder de decisión de la sociedad, puede tutelar y proteger directamente el valor de su inversión.

7. Que hacer por obligación que la oferta planteada sea igualitaria a todos los accionistas de la sociedad afectada; tal y como lo plantea el sistema de OPA obligatoria, viene a suponer que se ignoran las diferentes expectativas de los distintos accionistas al intervenir en la sociedad y las distintas funciones en relación a cada uno de ellos. Porque si la prima refleja la contraprestación por la facultad de control de la sociedad, no se entiende por qué los accionistas minoritarios tendrían esta misma remuneración a la que renuncian, de forma plenamente voluntaria y consciente, cuando ingresan en la sociedad.

8. Tampoco se entiende la otra faceta que presenta el principio de igualdad de trato de los accionistas, en el sentido de que la OPA obligatoria garantiza a los accionistas minoritarios que puedan abandonar la sociedad afectada, ante los cambios que pueda imponer nuevo socio de control en la gestión y administración de la sociedad. Esto porque el propio significado económico de las operaciones de cambio de control permite suponer que el cambio de la toma de control resulta beneficioso para los propios accionistas minoritarios.

9. El sistema de OPA obligatoria, incide en la adquisición de participaciones significativas de las sociedades cotizadas, y puede entorpecer el funcionamiento de un verdadero mercado de control societario, al obstaculizar el dinamismo del propio sistema económico.

10. Dado que los accionistas son, en conjunto, los grandes beneficiarios de la existencia de un mercado de control societario activo, se entiende que cualquier restricción en el funcionamiento de éste tiene que acabar perjudicando a los propios socios minoritarios. Puesto

que el régimen de OPA obligatoria reduce el número de operaciones realizadas y dificulta el cambio de control en las sociedades.

11. El hecho de que el sistema de OPA obligatoria impida la libre transmisión de paquetes accionariales significativos, puede obligar normalmente a la ruptura o desmembramiento de la sociedad, al perjudicarse gravemente a sus legítimos tenedores, y al entorpecerse así la libre circulación del control social.

12. Por ello, como se mencionaba, anteriormente, el sistema de OPA obligatoria no parece tener más respaldo, en la actualidad, en el concepto de justicia, que tiende a darse por sentado, así como una premisa absoluta de protección a los accionistas minoritarios, y con desconfianza hacia las operaciones de cambio de control.

13. Parece que hacer obligatorio el ofrecimiento a determinados accionistas de condiciones que no se extienden a los demás, no refleja en absoluto una discriminación que pueda dar lugar a sospechas de ningún tipo. Más bien, todo indica que esta diferencia en el ofrecimiento se explica por la lógica económica de estas operaciones y por las propias pautas de organización y funcionamiento de las grandes sociedades bursátiles.

14. Pareciera, en cambio, que el legislador costarricense, siguiendo los pasos del legislador español (por cuanto con este estudio he notado similitudes cuasi idénticas entre la normativa española y la costarricense

en el ámbito de regulación de la OPA), se propuso partir de la evidencia que pudieron ofrecer algunos casos especialmente polémicos para dictar normas con un alcance mucho más general, que acaban afectando a operaciones absolutamente regulares y legítimas.

15. Todas estas consideraciones, apuntan a que la justificación de OPA obligatoria como único sistema para la toma de control societario, tiene en realidad una justificación muy pobre y meramente teórica (principio de igualdad de trato) que podría llegar a ser más lógica en los mercados de valores más desarrollados ante el gran dinamismo que los caracteriza.

16. El interés fundamental, al desarrollar este trabajo de investigación, rondó siempre en descubrir cuáles son las explicaciones ante la imposición de la OPA como único procedimiento de toma de control; que al inicio, resultó en cierta forma natural, sin embargo, al conocer más de la realidad de las operaciones bursátiles, y ante la imposibilidad en que se encuentran los sujetos económicos de acudir a procedimientos alternativos, me llevó a entender el motivo por el que las tomas de control en el mercado societario costarricense se limitan al modesto número de cinco operaciones de este tipo. (Véase el Anexo segundo).

17. Siendo éstas las circunstancias analizadas, en torno al sistema de OPA obligatoria, no queda más que concluir de esta investigación, que este régimen dificulta enormemente las posibilidades de transmisión de

las participaciones significativas; así mismo la formación de nuevas estructuras empresariales.

18. Ahora bien, hago la acotación que el hecho de que el régimen imperativo de OPA haya funcionado adecuadamente y sin grandes controversias en los mercados europeos como el británico y el español, y sin ir muy lejos el nuestro, e incluso ha sido así bajo su forma extrema de OPA total en el primero, y OPA parcial, en el español y el costarricense, a pesar de ello, el sistema obligatorio no resulta plenamente convincente y debe ser contemplado con ciertas precauciones.

19. Asimismo, me interesa mucho aclarar que la crítica al sistema de OPA obligatoria no equivale a patrocinar un régimen de absoluta libertad, en cuanto a las operaciones de toma de control. Más bien, parece importante el hecho de que si la OPA es el procedimiento escogido para la compra de una participación significativa en una sociedad cotizada, el ordenamiento tiene que preocuparse por asegurar su correcto desarrollo, protegiendo la situación de los destinatarios de la oferta y garantizando la libre transmisión de valores.

Finalmente, en el apartado de Recomendaciones, se señalan algunas humildes soluciones jurídicas que pueden resultar adecuadas en el entendimiento de la OPA en nuestro ordenamiento jurídico, y que apuntan a algunas confusiones que surgieron en el momento de analizar la normativa costarricense de la OPA.

RECOMENDACIONES

Cuando el vigente ROPV ha cumplido ya cuatro años de haberse promulgado, la observación de la realidad no permite afirmar que la OPA esté sirviendo de manera notable para la consolidación de un auténtico mercado de control societario.

Existen claras deficiencias en la normativa que regula el procedimiento de formulación de la OPA, por lo que hay especialistas en la materia (especialmente, profesionales que laboran en la SUGEVAL) que se han atrevido a formular cambios efectivos para llevar a cabo el cambio de control de sociedades cotizadas, con pasos más claros y lógicos.

Dentro de la proliferación de opiniones que reclama contra el régimen de la OPA, en nuestro país, se enuncia aquí una serie de consideraciones derivadas específicamente del estudio del procedimiento para la formulación de la OPA, las cuales me permito citar, a continuación:

1. Las normas deberían **excluir** del supuesto de hecho de la OPA y de la participación significativa en el capital social de la empresa, la posibilidad de que la OPA pueda realizarse sobre cualquier clase de acciones, tal y como se lee en el artículo 36 de la LRMV. Parece que esta omisión crea confusión puesto que la norma en realidad debería plantear que la participación significativa debe serlo en realidad en relación con los valores con derecho a voto, y

no cualquier clase de acciones que no dan poder de control al nuevo socio. Sin embargo este punto se aclara con la lectura del artículo 99 del ROPV.

2. En lo relativo a la contraprestación de este negocio jurídico, el artículo 105 del ROPV, prevé que el pago puede consistir en dinero en efectivo, o acciones de otra sociedad, por lo se interpreta que en realidad **el pago en efectivo corresponde a una compraventa, y que el pago con acciones resulta más una permuta**. Por lo que respecta a las permutas, éstas deberían indicar la naturaleza, el valor y derechos que confieren estos valores que se ofrecen para canje.
3. El artículo 124 del ROPV regula el tema de la liquidación de las ofertas de una forma muy escueta, en la que no se menciona si las liquidaciones de esta transacción **deben** verificarse, obligatoriamente, en alguna de las bolsas de valores, bajo las reglas internas que cada una de éstas haya establecido para la liquidación de transacciones bursátiles, y tampoco se menciona qué disposiciones regulan la liquidación, a través de acciones de otra sociedad (la permuta).
4. El artículo 115 del ROPV sobre la “modificación de las ofertas e irrevocabilidad de las ofertas definitivas” no regula claramente **cuáles son los supuestos en los que el oferente podrá modificar la oferta**, ni cómo debe hacer

para realizar la modificación. Me resulta confuso si de la lectura de este artículo existe un principio general de irrevocabilidad, ya que éste implicaría una garantía de seriedad en la formulación y desarrollo de la OPA, y además es un reflejo del principio de seguridad y certeza característico de las transacciones bursátiles.

Estoy segura de que el lector habrá encontrado más puntos débiles en la normativa costarricense de la OPA, a través de este estudio, razón por la cual siempre resulta pertinente señalarlas con el fin no de hacer una crítica negativa al sistema adoptado por nuestro país, más con el fin de evitar la incertidumbre y de mantener reglas claras para formular este tipo de operaciones.

BIBLIOGRAFÍA

▪ LIBROS

ABELA SANTAMARÍA, Jaime: La Ordenación del Mercado de Valores, un ordenamiento dinámico, Madrid, España, Editorial Tecnos, 1995.

ANDRÉS, Ana María Sala I: Las OPAS obligatorias ordinarias, Barcelona, España, Editorial Librería Bosch, S.L., 2000.

BERTRÁN, Luis Carlos: Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables, 1º ed., Madrid, España Editorial Civitas, S.A., 1998.

BLANCO, José Enrique Cachón: Derecho del Mercado de Valores, Madrid, España, Editorial Dykinson, S.L., 1993, t. II.

BLANCO, José Enrique Cachón: Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de ventas de valores, Madrid, España, Editorial Dykinson, S.L., 1996.

CANO, Alberto Bercovitz Rodríguez y Otros: Contratos Mercantiles, Navarra, España, Editorial Aranzadi, S.A., 2001.

ENTERRÍA, Javier García de: La OPA Obligatoria, 1º ed., Madrid, España, Editorial Civitas, S.A., 1996.

ENTERRÍA, Javier García de: Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas competidoras. Estudios sobre OPAS, Madrid, España, Editorial Civitas Ediciones, S.L., 1999.

FRANCO, Horacio: La oferta pública de títulos valores, esquemas para su interpretación, Buenos Aires, Argentina, Editorial Abeledo Perrot, 1983.

HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro: Derecho Bursátil (Mercado de Valores), ed. 1º, San José, Costa Rica, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., 2002, t. I.

HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro: Derecho Bursátil (Mercado de Valores), ed. 1º, San José, Costa Rica, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., 2002, t. II.

LÓPEZ MARTÍNEZ, Manuel: La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores, Madrid, España, Editorial Civitas Ediciones, S.L., 1995.

MALUMIÁN, Nicolás y BARREDO, Federico: Oferta pública de valores negociables, 1º ed., Buenos Aires, Argentina, Editorial Lexis Nexis Argentina, 2007.

SMITH, Carlos de Cárdenas: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición, Colección Estudios de Derecho Mercantil, 1º ed., Madrid, España, Editorial Civitas, S.A., 1993.

ZUNZUNEGUI, Fernando: Derecho del Mercado Financiero, Madrid, España, Editorial Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 1997.

▪ REVISTAS Y ARTÍCULOS

ÁLVAREZ OTERO, Susana: La valoración de las ofertas públicas iniciales, Editorial Universidad de Oviedo, Oviedo, Argentina, 2000.

BERTRÁN, Luis de Carlos y GARCÍA-VILLARRUBIA BERNABÉ, Manuel: La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAS de exclusión, 2005, p. 1 – 35.

BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.: Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS), Dirección de Asesoría Legal, AL - 099 - 01, San José, Costa Rica, 2001, p. 1 – 18.

CERTAD MAROTO, Gastón: Reflexiones sobre el mercado de valores costarricense (III): El principio de transparencia o disclosure, Revista Judicial, San José, Costa Rica, Año XII, N° 43, junio, 1988.

FACCHIN, Gustavo Muci, Brevísimos comentarios al borrador de texto del proyecto de 'Normas relativas a la oferta pública de adquisición' preparado por la Comisión Nacional de Valores, Revista de la Facultad de Derecho, N° 55, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, Venezuela, 2000, p. 57 – 71.

LEÓN TOVAR, Soyla: Control de Sociedades Mediante Oferta Pública de Adquisición de Acciones, Boletín Mexicano de Derecho Comparado, Año XXII, N° 64, enero- abril, Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México, 1989, p. 127- 139.

MELÉNDEZ, Carlos A.: Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), Revista Ivtstifia, Año 11, Nº 121 - 122, enero - febrero, 1997, p. 24 – 26.

QUIRÓS RODRÍGUEZ, Roberto y SEGURA OROZCO, Mario: Obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado primario accionario del sector no financiero en Costa Rica y las alternativas para dinamizarlo, Ensayo Final, UNED, Costa Rica, 2005, p. 1 – 108.

SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, Juan y TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: Las OPAS en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente), Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores, número 6, 2002, p. 66 – 82.

SUGEVAL: Notas sobre la Oferta Pública de Adquisición en el Derecho Comparado, San José, Costa Rica, 1999, p. 1 – 5.

- **TESIS**

BARQUERO VILLALOBOS, Adriana: Medición del riesgo por medio del coeficiente beta para las empresas que cotizan en el mercado bursátil costarricense, (Trabajo Final de Graduación para optar por el Grado de Magíster en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas), Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Universidad de Costa Rica, 2009, 108 p.

CHAVES SALOMÓN Geanina: Ofertas Públicas de Adquisición, Tesis para optar por el grado de licenciada en Derecho, San José, Costa Rica,

Universidad de Costa Rica, Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Facultad de Derecho, 2009, 120 p.

COLE HERNÁNDEZ, María José: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho), Facultad de Derecho, Universidad de Costa Rica, 1999, 192 p.

CORDERO BALODANO, Hernán: Alcances y consecuencias derivadas de la Ley de Oferta Pública de Adquisición y su Reglamento (Limitaciones al Derecho de libre comercio de acciones), Facultad de Derecho, Universidad de Costa Rica, 2000, 128 p.

QUIRÓS RODRÍGUEZ, Roberto y SEGURA OROZCO, Mario: Obstáculos que han impedido el desarrollo del mercado primario accionario del sector no financiero en Costa Rica y las alternativas para dinamizarlo, (Ensayo Final), San José, Costa Rica, Escuela de Administración – Sistema de Estudios de Posgrado, Universidad Estatal a Distancia de Costa Rica, 2005.

▪ **LEYES Y REGLAMENTOS**

Código de Comercio, Ley N° 3284. Del 30 de abril de 1964, San José, Costa Rica, Editorial Litografía e Imprenta LIL, S.A., 2004.

Disposiciones de la Comisión Nacional de Valores.

Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732. Del 17 de diciembre de 1997. Publicada en La Gaceta No. 18 de 27 de enero de 1997, San José, Costa Rica, Editorial Universidad Estatal a Distancia, 2003.

Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores para la negociación de títulos valores.

Reglamento sobre Oferta Pública de Valores publicado en el Diario Oficial La Gaceta Oficial No. 88 del 9 de mayo del 2006. Última actualización: 10 de diciembre del 2010, San José, Costa Rica, 2006.

▪ FUENTES INTERNACIONALES

Ley de Mercado de Valores N° 24/1988 del 28 de julio de 1988. España.

Real Decreto N° 1.197/1991 del 26 de julio de 1991, España.

▪ PAGINAS WEB

BOLSA NACIONAL DE VALORES, OPAS: Protección al accionista minoritario, escrito por Monge C. Gustavo, La República, Sección Inversionista, con fecha de 05 de setiembre del 2006 (En línea), http://www.larepublica.net/_vernoticia.aspx?idart=37611.

BOLSA NACIONAL DE VALORES. (En línea), <http://www.bolsacr.com/>.

CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (En línea), <http://www.conassif.fi.cr/>.

SISTEMA COSTARRICENSE DE INFORMACIÓN JURÍDICA. (En línea), <http://www.pgr.go.cr/SCIJ/>.

SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES. (En línea),
<http://www.sugeval.fi.cr/Paginas/Inicio.aspx>.

▪ **DICCIONARIOS**

GAYA, Samuel Gili: Diccionario de Sinónimos, 6ta ed., Barcelona, España, Talleres gráficos de Biblograf.

GRUPO EDITORIAL OCÉANO: Diccionario de la Lengua Española, México, D.F., Editorial Océano de México, S.A. de C.V.

GRUPO EDITORIAL OCÉANO: Diccionario Océano de Sinónimos y Antónimos, Barcelona, España, MCMXCII Ediciones Océano, S.A.

ANEXO I. Información mínima que debería de proporcionarse a los accionistas por parte de los oferentes.

Aspectos generales:

- La oferta pública debe dirigirse a todos los titulares de las acciones.
- La actuación del órgano de administración de la sociedad oferente debe limitarse (se debería de abstener de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios).
- Las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo, y aquéllas que de forma directa o indirecta actúen por cuenta de él, no deberían poder presentar una oferta competidora de la oferta inicial.
- El oferente debería presentar la información de la oferta pública de adquisición a la Superintendencia.

Información sobre la oferta:

- 1) Denominación y domicilio del Emisor;
- 2) Valores a los que se extiende la oferta, con indicación de la cantidad por cada clase de valores y del porcentaje que representan en cada caso respecto del Capital Social;
- 3) Contraprestación ofrecida por los valores, especificando el precio por cada tipo de valor, sean acciones u otro tipo de valores, y la relación de equivalencia entre los mismos con explicación de las

- diferencias entre los precios, así como el plazo de liquidación y modalidad de pago;
- 4) Tratándose de contraprestación en dinero, se indica la moneda en la que se efectuará el pago y, de ser el caso, el tipo de cambio;
 - 5) Cuando la contraprestación consiste total o parcialmente en valores, se incluye en el prospecto:
 - i. Nombre del emisor.
 - ii. Información sobre la situación económico-financiera de la sociedad cuyos valores constituyen el medio de pago, de forma que resulte posible formar adecuado juicio sobre la estimación del valor ofrecido. Esto no resulta aplicable cuando los valores ofrecidos en contraprestación son emitidos por la sociedad oferente.
 - iii. Naturaleza y características de los valores, con expresa referencia de si gozan o no de derecho de voto.
 - iv. Clasificación de riesgo de los valores que se ofrecen en canje.
 - 6) Número máximo de valores que el oferente se compromete a adquirir a los que se extiende la oferta y, en su caso, número mínimo de valores a cuya adquisición se condiciona la efectividad de la oferta;
 - 7) Garantías constituidas por el oferente para asegurar el cumplimiento de la operación.
 - 8) Eventual endeudamiento del oferente para la financiación de la oferta, con indicación de la modalidad y plazos;
 - 9) Nombre de la sociedad agente de bolsa (de haberla) que actúa por cuenta del oferente;
 - 10) Formalidades que deben cumplir y lugar en que los destinatarios de la oferta deben manifestar su aceptación;

- 11) Mecanismo para la liquidación, debiendo indicarse las responsabilidades y penalidades que se aplican, en caso que no se emitan y entreguen los valores que se hubieran podido ofrecer como contraprestación;
- 12) Cuando corresponda, indicación de que la oferta forma parte de adquisiciones en actos sucesivos durante el transcurso de doce meses consecutivos, señalando la cantidad total que se pretende adquirir y el porcentaje que representa respecto del capital social;
- 13) Finalidad perseguida con la adquisición y planes respecto al emisor, tales como fusiones, utilización de activos, modificaciones estatutarias, reorganización de los órganos de administración, iniciativas respecto a la inscripción en bolsa de los valores u otras actividades;
- 14) Cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir.
 - i. Documentos que acreditan la garantía de la oferta.
 - ii. Autorizaciones administrativas que requiera la adquisición.
 - iii. Cuando el oferente sea una persona jurídica, se debe adjuntar la documentación que acredite las facultades de quien actúa en su representación.

Modelo del aviso de la oferta que debería publicarse:

1. Identificación del o de los oferentes;
2. Nombre de la sociedad agente de bolsa por cuyo conducto se realiza la oferta;
3. Nombre del Emisor cuyos valores se pretende adquirir;

4. Clase de valores, cantidad mínima y máxima que se propone adquirir, así como el porcentaje que una y otra representan del capital social;
5. Cantidad de acciones con derecho a voto, obligaciones convertibles en acciones, certificados de suscripción preferente y otros valores del Emisor que posean directa o indirectamente el oferente y las personas que conforman o controlan su Grupo Económico, así como el porcentaje que unos y otros representan del Capital Social;
6. Precio que se ofrece pagar por cada uno de los valores a adquirir, el cual debe expresar, cuando la contraprestación consiste en dinero, la moneda y, en su caso, el tipo de cambio;
7. Cuando la contraprestación consiste total o parcialmente en valores, descripción de los valores que se entregarán en intercambio así como la relación de canje respecto de cada uno de los valores a adquirir, indicando el número y fecha de la Resolución de inscripción del valor en el Registro;
8. Plazo de liquidación, modalidad de pago y forma en que se garantiza el mismo;
9. Plazo de la oferta, indicando fecha y hora límites;
10. Formalidades que deben cumplir y lugar en que los destinatarios de la oferta deben manifestar su aceptación, así como la forma y el plazo en que recibirán la contraprestación;
11. Cuando corresponda, mención de que la oferta forma parte de adquisiciones en actos sucesivos durante el

transcurso de doce meses consecutivos, señalando la cantidad total que se pretende adquirir y el porcentaje que representa respecto del capital social;

12. Finalidad perseguida con la adquisición y planes respecto al emisor tales como fusiones u otros;

13. Indicación de los lugares en que el prospecto y la documentación relativa a la oferta se encuentra a disposición del público interesado; y,

14. Indicación de que la información y documentación de la oferta puede ser observada por la Superintendencia durante los cinco primeros días de su presentación.

ANEXO II. Ofertas Públicas de Adquisición Registradas en Costa Rica.

Fecha lanzamiento	Sociedad afectada	Oferente	Principales accionistas	Capital objeto de transacción				Resultado final
				Propuesto		Alcanzado		
				Volumen	Porcentaje	Volumen	Porcentaje	
Jul-1999	Corporación Banex S.A.	Fideicomiso Banistmo-Banex, con responsabilidad solidaria del Banco del Istmo, S.A.	Florida Ice & Farm Co. S.A. 15,88%	¢3.400.000.000	100%	¢2.561.243.333	75%	El límite mínimo que estableció el oferente para dar por efectuada la OPA fue del 65%. No se presentaron otros oferentes. DECLARADA EXITOSA
Jun-1999	Cementos del Pacífico S.A. (CEMPASA)	Lomas del Tempisque Ltda (vehículo de inversión de CEMEX S.A. de C.V.)		¢200.000.000	100%	¢159.020.000	79.51%	Cementos Mexicanos S.A. poseía antes la OPA el 15,75% de las acciones de CEMPASA. El límite mínimo que estableció el oferente para dar por efectuada la OPA fue del 35,25% para alcanzar un 51%. No se presentaron otros oferentes. DECLARADA EXITOSA
Jun-2006	Corporación Interfin S.A.	BNS Internacional (Panamá) S.A.	Fiduciaria Sabana Dos Mil S.A. 60%	¢40.433.902.250	100%	¢40.429.858.859,77	99.99%	El límite mínimo que estableció el oferente para dar por efectuada la OPA fue del 75%. No se presentaron otros oferentes. DECLARADA EXITOSA
Dec-2006	Durman Esquivel S.A.	Aliaxis Latinoamérica Cooperatief U.A.	Tenedora Plástico S.A. 94,32%	¢4.000.000.000 US\$80.000.000	100%	¢3.999.848.000 US\$80.000.000	99,9962% acciones comunes 100% acciones preferentes	El límite mínimo que estableció el oferente para dar por efectuada la OPA fue del 94,32% de las acciones comunes. DECLARADA EXITOSA
Nov-2007	Atlas Eléctrica S.A.	Electrodomésticos MABECA S.A.	AB Electrolux 18,9% Toka S.A. & Asociados 15,1% Subsidiarias de GANECOGOR TA S.A. 12,3%	¢10.333.729.233, 5 US\$20.000.000	100%			El límite mínimo que estableció el oferente para dar por efectuada la OPA fue del 98% de las acciones comunes. DECLARADA EXITOSA