



FACULTAD DE DERECHO

APLICABILIDAD DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN EN EL  
ECUADOR

Trabajo de titulación presentado en conformidad a los requisitos establecidos  
para optar por el título de Abogado de los Tribunales y Juzgados de la  
República.

Profesor guía  
Dr. Juan Isaac Lovato Saltos

Autor  
Christian Eugenio Cacciani Cuesta

Año  
2013

## **DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA**

“Declaro haber dirigido este trabajo a través de reuniones periódicas con el estudiante, orientando sus conocimientos y competencias para un eficiente desarrollo del tema escogido y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.”

---

Juan Isaac Lovato Saltos

Doctor en Jurisprudencia

170688932 - 4

### **DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE**

“Declaro que este trabajo es original, de mi autoría, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su ejecución se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes.”

---

Christian Eugenio Cacciani Cuesta

170961572 - 6

## **AGRADECIMIENTOS**

A ti Daniela por tu apoyo y confianza constante.

Al Dr. Juan Isaac Lovato por su ayuda  
e interés en el desarrollo de esta tesis.

**DEDICATORIA**

A Dios y a mi madre por años de apoyo.

## RESUMEN

La presente tesis plantea la factibilidad de la introducción a la legislación ecuatoriana de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) como herramienta del Mercado de Valores Nacional cuya utilidad es la toma de control de sociedades anónimas cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en el mercado ecuatoriano. El método utilizado es el deductivo, mediante el cual se exponen conceptos y definiciones con el objetivo de alcanzar conclusiones sobre tema. El primer capítulo busca dar una visión general de la OPA, su definición, efectos, orígenes, sujetos participantes y una breve mirada sobre su regulación en España, como ejemplo de la regulación en el ámbito de la Unión Europea sobre esta figura. El segundo capítulo hace referencia a la OPA obligatoria, por ser ésta la que hace de esta figura un método eficaz de toma de control societario. El tercer capítulo contiene el proyecto de modificación legal de la Ley de Mercado de Valores vigente que se propone para el Ecuador que permita la introducción de la OPA, así como de las demás normas necesarias para su completa aplicación. Finalmente, el cuarto capítulo contiene las conclusiones y recomendaciones obtenidas una vez desarrollados y analizados los capítulos que le preceden. De los cuales se concluye que es factible y además útil la incorporación de esta figura, al no encontrarse norma de ninguna naturaleza que imposibilite la adopción de la OPA como ya lo han hecho algunos países de nuestra región.

Descriptores: Mercado de Valores, Toma de control, Oferta Pública de Adquisición.

## ABSTRACT

This thesis poses the feasibility of the introduction to the Ecuadorian legislation of the takeover bid (OPA) as a tool for the national stock market whose utility is the takeover of public limited companies whose shares are traded in the Ecuadorian market. The method used is deductive, whereby concepts and definitions are set in order to reach conclusions on the topic. The first chapter aims to give an overview of the OPA, its definition, effects, backgrounds, participating subjects and a brief look at its regulation in Spain, as an example of regulation in the area of the European Union on this figure. The second chapter refers to the mandatory takeover bid, as a figure that makes this an effective method of corporate takeover. The third chapter contains the draft legal amendment of the Stock Market Law on use proposed for Ecuador to allow the introduction of the OPA, as well as other laws necessary for its full implementation. Finally, the fourth chapter contains the conclusions and recommendations obtained once developed and analyzed the chapters that precede it. From which can be concluded that it is a feasible and useful the incorporation of this figure, as there was no provision of any kind that prevents the adoption of OPA as they have made some countries of our region.

Descriptors: Stock Market, Takeover, Takeover bid.

## ÍNDICE

Introducción.....	1
<b>1.CAPÍTULO I.¿Qué es la Oferta Pública de Adquisición (OPA) ?</b> .....	<b>4</b>
1.1 Introducción a la OPA.....	4
1.2 Efectos económicos de la OPA .....	6
1.3 Orígenes y evolución de la OPA.....	7
1.3.1 Nacimiento de las OPAS en Inglaterra .....	7
1.3.2 Evolución de las OPAS en España.....	8
1.4 Líneas generales del nuevo régimen de OPAs .....	10
1.4.1 Sociedades cotizadas .....	11
1.4.2 Elementos específicos .....	13
1.4.2.1 Precio equitativo .....	16
1.4.2.2 Información al mercado .....	17
1.4.2.3 Plazos.....	18
<b>2. CAPITULO II. Las OPA´S Obligatorias</b> .....	<b>19</b>
2.1 Planteamiento.....	19
2.1.1 Antecedente normativo, el paso de la OPA <i>a priori</i> a la OPA <i>a posteriori</i> .....	21
2.2 Clasificación de OPAs .....	23
2.2.1 Ofertas Públicas de Adquisición voluntarias .....	24
2.2.2 Ofertas Públicas de Adquisición obligatorias .....	25
2.2.2.1 Elementos subjetivos de la OPA .....	26
2.2.2.1.1 El oferente.....	27
2.2.2.1.2 Los destinatarios de la OPA.....	28
2.3 La OPA en caso de toma de control .....	29
2.3.1 Planteamiento.....	30
2.3.2 Modos de adquirir el control.....	31



2.4 Análisis de la nueva normativa de OPA .....	33
2.4.1 Análisis de la Directiva europea 25/2004/CE .....	36
3.CAPITULO III. Proyecto de transposición de la regulación de OPAs en el ordenamiento jurídico ecuatoriano.....	39
3.1 Propuesta de Proyecto de regulación de OPAs en la Ley de Mercado de Valores.....	39
3.2. Cuerpos legales a modificar.....	42
3.3 Propuesta de regulación por parte de los organismos .....	47
4.CAPITULO IV. Conclusiones y recomendaciones .....	63
4.1 Conclusiones .....	63
4.1.1 Generales .....	63
4.1.2 Específicas .....	64
4.2 Recomendaciones .....	65
Referencias .....	67

## INTRODUCCIÓN

El estudio de la Oferta Pública de Adquisición (en adelante OPA), que se desarrollará a lo largo de la presente tesis y su teórica aplicación a la legislación ecuatoriana viene dada por la importancia que ésta ha tenido como instrumento de toma de control de sociedades cotizadas en Bolsa, y los efectos de esto en el campo societario y económico. Tal es así que la Unión Europea ha desarrollado dentro de su legislación supranacional cuerpos normativos tendentes a la regulación de esta figura, siendo el mejor y más claro ejemplo la Directiva 2004/25/CE, cuerpo legal de obligado cumplimiento para los países de la Unión Europea tanto en su aplicación, como en los resultados que se deberán obtener. Esta directiva conocida como “de opas” fue emitida en su momento con el ánimo de unificar la normativa referente a tomas de control de sociedades anónimas en los países miembros.

Su advenimiento supone un gran avance, al suponer una homogeneización del derecho de valores europeo, en consonancia con lo anteriormente auspiciado por otros ordenamientos afectos a los mercados financieros, como fueron la Directiva Europea de Servicios de Inversión directiva 1993/22/CE, derogada a su vez por la Directiva de instrumentos y Servicios Financieros (MiFID), Directiva 2004/39/CE. (Delgado, J. 2010. pp.14)

Es importante para el análisis integral de esta figura, el partir por una explicación clara y concienzuda de la Doctrina que en referencia a la OPA existe, tomando también como base a la legislación española, por ser ésta de manera general, de gran cercanía a la ecuatoriana y en la cual encontraremos casos útiles en su momento para analizar la factibilidad y conveniencia de la transposición de esta figura a nuestro ordenamiento.

La presente tesis tiene por objeto analizar también las leyes y reglamentos extranjeros pertinentes en la materia con el ánimo de compararlas con la legislación nacional e internacional vigente en Ecuador en busca de razones

que fundamenten la incorporación de la OPA por beneficiosa para nuestro entramado societario, o bien la desechen por la existencia de norma contraria o que desnaturalice los beneficios que ésta pudiera traer consigo.

La importancia de esta figura reposa en otros grandes motivos, en el hecho de que ésta facilita, parafraseando a Isabel Giménez Zuriaga, un proceso ordenado de tomas de control después haber adquirido una parte importante en una sociedad, además del reparto equitativo de la prima de control a través de la adquisición de acciones en el mercado de valores, al tiempo que una posible solución del problema que pudiera derivarse de la separación entre la propiedad y el control de acciones en las empresas cotizadas. Las OPAs constituyen mecanismos específicos de toma de control en sociedades cotizadas atendiendo, principalmente, a la protección de los intereses de los accionistas no mayoritarios de la sociedad afectada. (Delgado, J. 2010. pp.11) Dicho esto se puede emitir un concepto general de OPA cuyos elementos y subtipos se desarrollarán más adelante, específicamente en el capítulo segundo de ésta tesis.

Este concepto viene dado por Isabel Giménez Zuriaga la cual lo define como una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad. (Delgado, J. 2010. pp.11)

En este punto, cabe aclarar que el valor de mercado de una acción, es aquel que viene dado por la oferta y demanda existente en el mercado o dicho de otra manera, como los participantes del mercado han valorado a una acción. (Gitman, L. y Joehnk. 2005. pp. 161)

Motiva también la realización de esta tesis, el comprender y dar alternativas para el mejoramiento del acceso a herramientas bursátiles para las sociedades anónimas de nuestro entramado empresarial, y con esto lograr que éstas

accedan a beneficios propios de una Ley de Mercado de Valores dinámica y a la vez adecuada al mundo actual.

## CAPÍTULO I

### 1. ¿Qué es la Oferta Pública de Adquisición (OPA)?

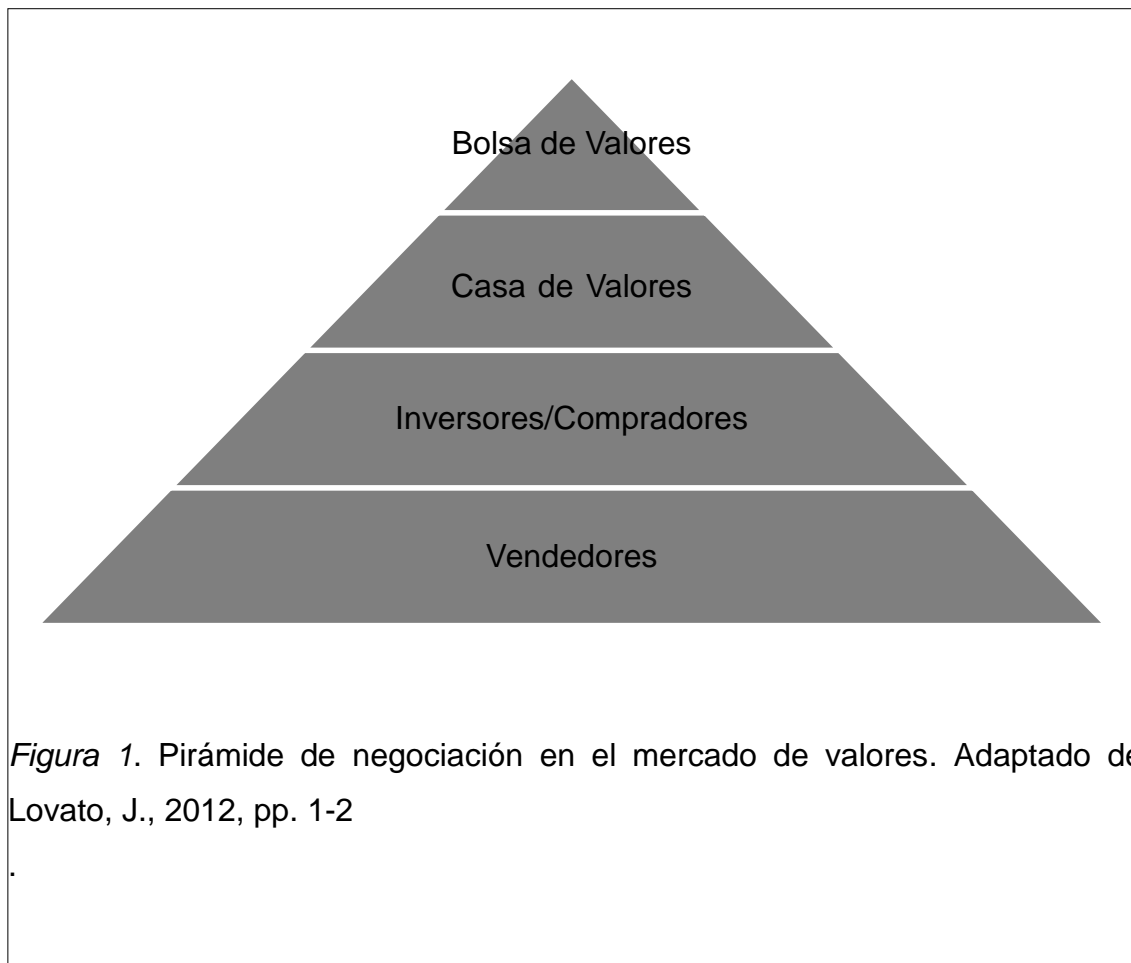
#### 1.1 Introducción a la OPA

Antes de entrar a la descripción conceptual de la OPA es absolutamente necesario demarcar claramente, el lugar que ésta ocupa, por lo que es necesario hablar en un principio de los mercados de capitales, que es el lugar donde se distribuye en el tiempo y espacio los recursos provenientes del exceso del ahorro.

El mercado de capitales, conforme al criterio del Doctor Juan Isaac Lovato, reposa en dos pilares fundamentales, el mercado financiero, el cual se dedica fundamentalmente a la llamada intermediación financiera, que es el captar el dinero por parte de bancos, mutualistas y sociedades financieras, de los llamados ahorristas y entregarlo a terceros vía créditos en el corto y largo plazo. El segundo pilar del mercado de capitales es el mercado de valores, que antagónicamente opera por la realización de la desintermediación financiera, la cual implica la no existencia de un intermediario que se apropia del dinero, existiendo así una relación directa entre las empresas y el inversor. En el mercado de valores por tanto, lo que se hacen las Bolsas de Valores, que en el caso del Ecuador su naturaleza jurídica es la de corporaciones civiles sin fines de lucro, es servir de plataforma para que se encuentren los inversores o compradores con los vendedores para comprar y vender valores, bajo la asesoría de las Casas de Valores. (Lovato, J. 2012. pp.1).

Ahora bien para total comprensión de los sujetos participantes en el mercado de valores es necesario enunciar las características básicas de cada uno de ellos, los cuales participan de la llamada pirámide de negociación. En primer lugar, según el Doctor Juan Isaac Lovato, se encuentran las Bolsas de Valores, las antes mencionadas corporaciones de derecho civil en donde las Casas de Valores, a órdenes de sus clientes sean estos, compradores o vendedores, adquieren o venden valores. Las casas de valores por su parte, participan en el

mercado de valores como filtro de seguridad para el inversor orientando y asesorando a éste. (Ver Figura 1)



Las casas de valores son siempre sociedades anónimas, pero con la especialidad de que su capital social está fijado en un valor muy superior al que la Ley de Compañías determina para las sociedades anónimas comunes, este capital deberá estar completamente suscrito y pagado a la constitución y debe ser aportado en efectivo. Su objeto social se limita a la compraventa de valores. A las Casas de Valores se les exige también contar con al menos un Operador de Valores, que es la persona natural que ejecuta las órdenes de los clientes y que debe haber pasado un examen legal, financiero y técnico para ser reconocida como tal. Una vez cumplimentados estos requisitos es que la Casa de Valores podrá iniciar sus actividades. Los inversores o compradores son

personas naturales y personas jurídicas de derecho privado, con excepciones como por ejemplo el BIESS o la CFN, instituciones públicas legitimadas para participar en calidad de comprador, por las leyes que regulan su funcionamiento. Por otro lado, los vendedores, calidad que en un primer momento se restringe solamente a personas jurídicas, ya que solo valores emitidos por éstas pueden negociarse en los mercados primarios, hecho que provee de un sentido de seguridad al mercado de valores. (Lovato, J. 2012. pp.1-3).

## **1.2 Efectos económicos de la OPA**

Ahora bien, por lo expuesto en páginas anteriores podemos deducir que el recurrir al mercado de valores representa en un primer momento, una alternativa de financiamiento menos costosa que recurrir a los mercados financieros en el caso de las personas jurídicas que en un primer momento son las únicas facultadas por Ley para la emisión de valores en el mercado primario. Pero el mercado de valores y su legislación adjunta no se limita a este particular, sino que también es susceptible de utilizarse como herramienta de toma de control societario.

Las operaciones corporativas: fusiones, adquisiciones y ofertas públicas de adquisición (OPAS) suponen, con frecuencia, grandes cambios para los trabajadores, competidores, clientes y proveedores de las empresas afectadas. Por ello no sorprende que el mercado de control corporativo genere gran controversia, y su legislación cambie con cierta frecuencia. Aunque las transferencias en el control corporativo tengan lugar en numerosos países, las luchas explícitas por el control de grandes empresas cotizadas ocurren mayoritariamente en los países anglosajones (EE UU y Gran Bretaña) habida cuenta del mayor tamaño de sus bolsas de valores, de sus empresas, y mayor dispersión de la propiedad entre sus accionistas. (Delgado, J. 2010. pp. 9).

Al margen de interpretaciones más o menos subjetivas, el mercado de control corporativo reasigna recursos productivos de empresas al mejor postor,

promoviendo el dinamismo empresarial y la prosperidad al ejercer como elemento disciplinatorio sobre su equipo directivo. (Delgado, J. 2010 .pp. 9).

### 1.3 Orígenes y evolución de la OPA

La adquisición del control de una sociedad inscrita en bolsa transcurrió durante siglos por los caminos tradicionales de la acumulación -más o menos lenta- de volúmenes de acciones adquiridos en las ruedas bursátiles (*ramassage*) o de las negociaciones de los paquetes accionarios de control directamente con sus titulares. (Morles A.,2001,pp 68).

Pero surgió en la segunda mitad del siglo XX, una nueva forma de acumular paquetes accionarios tal y como veremos a continuación.

#### 1.3.1 Nacimiento de las OPAS en Inglaterra

En palabras de Alfredo Morles Hernández, es después de la Segunda Guerra Mundial que en los Mercados de Valores desarrollados, se empiezan a adoptar métodos de control súbitos y rápidos, específicamente en Inglaterra, con el llamado *takeover bid* , figura en la cual el potencial adquirente ofrecía por una determinada cantidad de acciones, un valor superior al de la cotización de éstas por un determinado período temporal. (Morles A.,2001,pp 68).

En 1959, un comité que había sido creado por iniciativa del Gobernador del Banco de Inglaterra (Banco Central de ese país) y que estaba formado por varios grupos de la comunidad financiera de la ciudad de Londres, emitió un documento sobre reglas de conducta para *take – over bids*, a fin de hacer del mercado un lugar libre de abusos. En 1968 fue creado un *Panel on Take – overs and Mergers* para vigilar la aplicación de los principios y reglas del código propuesto por el comité al cuál se ha hecho mención, aceptado voluntariamente por los participantes del mercado financiero londinense. (Morles A., 2001, pp. 68-69).



En palabras de Alfredo Morles, de la regulación británica parten dos sistemas que se proponen ordenar el mismo fenómeno: el sistema norteamericano y el sistema europeo, cada uno de ellos con sus propias características. Tanto el uno como el otro hunden sus raíces en la experiencia práctica de los mercados que pretenden organizar.

Cada uno de ellos, además, está precedido de una reflexión en torno a la naturaleza de los problemas a resolver, ubicados en el ámbito del derecho de sociedades y del derecho de mercado de valores. (Morles A., 2001, pp. 68).

Esta figura se fue expandiendo por la Europa continental, hasta llegar a legislaciones basadas en el Derecho Romano, entendiéndose por éstas a aquellas del centro sur del continente. Tal es el caso de España como se indica a continuación.

### **1.3.2 Evolución de las OPAS en España**

Ahora bien, dejando sentado el hecho de que el antecedente remoto de la OPA proviene del derecho inglés debemos preguntarnos como esta fue extendiéndose por los demás países de la Unión Europea. Esto claramente se debe a la utilidad de la OPA como instrumento de toma de control, tal y como se señala en páginas anteriores. Se presentaba un problema al existir tantas legislaciones nacionales como Estados miembros existentes, por lo que resultó evidente la necesidad de armonizar la normativa de OPAS.

Al respecto, Fernando Vives Ruiz a propósito de la Directiva 2004/25/CE, llamada Directiva de OPAS por su carácter armonizador en cuanto a la legislación en la materia, dice que, como destacaba la Comunicación de la Comisión de 11 de Mayo de 1999 relativa al Plan de Acción de servicios financieros, la adopción de una Directiva comunitaria sobre la materia debía garantizar la protección de los accionistas minoritarios y una organización más racional de las estructuras jurídicas de las sociedades en el mercado único. (Delgado, J. 2010. pp.30)

A pesar de la evidente importancia de esta figura, no se incluyó normativa referente a ella en España hasta 1988 con la promulgación de la Ley 24/1988 que corresponde a la Ley de Mercado de Valores española, país sobre cuya legislación se asienta la presente tesis por llevar años de desarrollo normativo; donde se modifica el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición, durante varios años, según Marta García Mandaloniz tras una gran oscuridad, vio la luz la Directiva 2004/25/CE como resultado de las intenciones manifestadas en el Libro Blanco sobre la realización del mercado interior de 1985, como elemento clave del Plan de Acción de Servicios Financieros que la Comisión Europea aprobó en 1999 y como prioridad del Consejo Europeo de Lisboa de Marzo de 2000 para alcanzar la integración de los mercados financieros europeos (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 38-39).

En el caso de Ecuador cabe dejar en claro que esta figura no ha sido legislada, en contraposición a la tendencia de incluirla por parte de países como Colombia, Venezuela, Argentina y Chile.

La falta de la OPA en nuestro ordenamiento, parafraseando al Doctor Juan Isaac Lovato, no constituye una omisión involuntaria por parte de nuestro legislador, si no que es el reflejo de la realidad económico societaria del pequeño inversionista ecuatoriano, el cual se ve limitado a un Mercado de Valores falto de legislación que provea de las herramientas que otros ordenamientos ya utilizan con normalidad como es el caso de la OPA. (Lovato, J. 2005. pp. 61).

Sobre el Mercado de Valores en relación a la OPA, cabe estar al criterio del antes citado autor. Cuando hablamos de toma de control de sociedades debemos remitirnos al mercado de control societario que no es sino el mercado de compraventa de participaciones accionariales significativas de empresas cotizadas en bolsa. Constituyéndose este mercado en un mecanismo idóneo para contrarrestar los ineficientes mecanismos jurídicos de control predispuestos por el Derecho Societario y Mercantil, y siendo además

necesario para corregir ineficiencias en la gestión de sociedades logrando el aprovechamiento de sinergias de actividad para beneficio de los accionistas. Justamente el resultado del desarrollo de este mercado permite disponer de un instrumento para unión o integración de empresas, y que para evitar cualquier oposición de los administradores de las mismas posibilita se dirija en la bolsa de valores la propuesta de adquisición directamente a los accionistas de la sociedad afectada a través de una OPA. (Lovato, J. 2005. pp. 61-62).

#### **1.4 Líneas generales del nuevo régimen de OPAs**

Cabe señalar que la normativa referente a las OPAs en los distintos países europeos no alcanzó desde un primer momento el nivel de apego a la modernidad de la actual. De hecho en el ámbito de la Unión Europea esta figura no logró un cuerpo normativo homogeneizador hasta ya bien entrado el siglo XXI. Sobre éste tema, Sebastián Arbella Amigo dice que:

Tras un primer intento de armonización en los noventa –que supuso trece años de peripecias y discusiones bastante estériles sobre la capacidad de los consejos de obstaculizar ofertas inamistosas-, la Directiva 2004/25/CE estableció por primera vez un marco común, bastante laxo y general.(Delgado, J. 2010. pp. 17)

Ahora bien en España, sobre el camino que ha tomado la regulación de OPAs a partir de la Directiva 2004/25/CE y la consiguiente aprobación, publicación y entrada en vigor de la Ley 6/2007 en palabras de Marta García Mandaloniz hay un antes y un después en ámbito jurídico – financiero de las OPAs. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 39-40)

La misma autora señala que dentro de las fronteras de España, el antes se remonta a la época de los setenta donde distintas propuestas de regulación no tuvieron continuidad, posteriormente en 1988 apareció la primera norma con

rango de Ley, la llamada Ley de Mercado de Valores la cual fue modificada varias veces a lo largo de los años. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 41)

Parafraseando a Marta García Mandaloniz se puede deducir que con la adopción en la nueva normativa de OPAs del modelo llamado obligatoria se obtiene por un lado la protección de los intereses de los socios, en especial de los minoristas y por otro la repartición de la prima de control entre todos los socios y no solo entre aquellos con mayor participación en el capital social. Esta mencionada protección se refleja y se agudiza en la Directiva 2004/25/CE y su correlación con la Ley correspondiente y su Reglamento al fijarse un precio equitativo. La equidad en el precio no sólo guía el proceso de la oferta, sino también el de venta o compra forzosa. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 43)

En las páginas siguientes, se enuncian y explican de manera resumida los principios contenidos en la nueva regulación de OPAs incluidos en la ya mencionada Directiva y que fue transpuesta en el ordenamiento nacional de los países miembros de la Unión Europea, de entre estos países tomaremos como ejemplo el español. En relación a esto, en los párrafos siguientes se busca analizar y conceptualizar al sujeto primordial participante en la OPA.

#### **1.4.1 Sociedades cotizadas**

El concepto de sociedades cotizadas, en palabras de María Isabel Candelario Macías ha sido objeto de discusión doctrinaria en España tanto respecto de su naturaleza como sobre su terminología.

Buena parte de la doctrina entiende a estas sociedades cotizadas como sociedades abiertas que apelan al ahorro público, definiendo como sociedad abierta a aquella que negocia sus acciones en los mercados de valores. Otra parte de la doctrina equipara las sociedades cotizadas a sociedades bursátiles. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 104-105).

De todas las posiciones respecto de la definición conceptual de la sociedad cotizada resulta notable la de Girón Tena que entiende que es la Gran Sociedad Anónima contemporánea, que tiende a definirse como un tipo propio de Sociedad Anónima (o de empresa), porque, de hecho, sucede que esta Gran Sociedad Anónima es la Sociedad Anónima bursátil. Identifica la gran sociedad anónima con la sociedad bursátil o cotizada; si bien no siempre toda gran sociedad anónima puede tener sus acciones cotizadas en bolsa, aunque resulta verdad que es lo más frecuente. Con esto se quiere expresar que el hecho relevante no es tanto la dimensión o tamaño de la estructura societaria como del dato singular de que las acciones se negocien en bolsa. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 105-106).

Parece inferirse que, con independencia del calificativo atribuible a la sociedad, cuando esta cotiza en bolsa, se halla constreñida al cumplimiento de una serie de condicionantes previstos, que la alejan del resto de sociedades. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 107)

De acuerdo al criterio de María Isabel Candelario Macías y para definir la naturaleza jurídica de la sociedad anónima cotizada en Bolsa, decir que, es un subtipo de la sociedad anónima, donde se presenta la particularidad de que sus acciones se hallan admitidas y negociadas en un mercado oficial de valores, que puede ser nacional o extranjero. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 109).

Se puede decir que esta particularidad propia de este tipo de sociedad permite a los accionistas que decidan invertir su dinero en Bolsa, obtener una liquidez que se podría denominar dinámica ya que permite negociar sus acciones fácilmente, en contraposición al accionista de una sociedad anónima no cotizada y también, se someten al régimen de la OPA con todas sus características como veremos a continuación relacionado a la toma de control.

### 1.4.2 Elementos específicos

Para entrar a analizar la figura de la OPA cabe el empezar por dejar en claro los elementos de la toma de control para su utilización efectiva.

Con carácter previo, decir que, la palabra control a efectos de la normativa de OPA en España no se asimila al significado de este término desde el punto de vista mercantil. El concepto de control se asocia en el ámbito de la sociedad mercantil a la mayoría de propiedad en el capital de la sociedad. Respecto de la normativa de OPAs se entiende que una persona física o jurídica tiene participación de control de una sociedad cuando se alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al treinta por ciento o bien sin alcanzar este porcentaje de derecho al voto siempre que se haya nombrado a la mayoría del consejo de administración de la sociedad. (Delgado, J. 2010. pp. 57)

En la legislación ecuatoriana, cabe acotar que la Ley de Mercado de Valores en su Artículo 36 respecto de la toma de control nos dice en lo pertinente que las personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente deseen tomar el control de una sociedad, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, deberán informar a la sociedad, al público y a cada una de las bolsas de la transacción que pretende efectuar, con una anticipación de por lo menos siete días hábiles a la fecha en que se efectuará la negociación. (Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de febrero.2006. pp. 13)

Adicionalmente, del contenido literal del Artículo 192 del mismo cuerpo legal, se desprende que tienen el control de una sociedad, las personas que por sí o en unión con otras, con las que existe acuerdo de actuación conjunta, tienen el poder de influir en forma determinante en las decisiones de ella; o que son capaces de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y pueden elegir a la mayoría de los directores o administradores. (Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de febrero.2006. pp. 59)

Ahora bien, el primero de los antes mentados criterios es el hecho de la adquisición de más del treinta por ciento de los derechos al voto. Sobre este porcentaje es opinión del autor de esta tesis que esta prima de control está de acuerdo con el sentido común, si tomamos en cuenta que en las grandes sociedades cotizadas que de acuerdo a la experiencia son aquellas que se han visto envueltas en procedimientos de OPA, su capital se encuentra muy difuminado tal es así que se considera como accionista significativo a aquel que alcanza un tres por ciento del paquete accionario de la sociedad. Dicho esto se entiende que la adquisición de un treinta por ciento de acciones sea signo inequívoco de una voluntad clara de hacerse con una sociedad.

Personalmente, este autor considera apropiado un porcentaje del treinta por ciento como umbral de control en caso de una teórica toma de control a través de OPA, observando la realidad de las sociedades anónimas de nuestro país y la propia experiencia de este estudiante, resulta que los capitales sociales tienden a quedar en poquísimas manos debido a la falta de una cultura eficiente de manejo de porcentajes accionariales en relación con el control de una sociedad anónima. Por tanto, esto obligaría en nuestro país a uno de los socios a lanzar una OPA o bien a deshacerse de las acciones que le hacen alcanzar el umbral de control.

Sin perjuicio de lo expresado en los párrafos inmediatamente anteriores, este punto será ampliado más adelante.

Para Iñigo Gómez – Jordana Moya parece razonable que quien posea el treinta por ciento o más del capital de una sociedad, se le presuma una posición de control. Esto es sin duda incuestionable en el caso de sociedades cotizadas con escaso o nulo capital vinculado, es decir, sociedades cuyo capital no esté en manos de accionistas significativos, definidos como aquellos que ostentan porcentajes superiores a un tres por ciento. Sin embargo el mismo autor al referirse a la realidad española, expresa que la propiedad de las sociedades cotizadas estaba altamente concentrada hasta finales del siglo pasado. Con el

paso de los años la propiedad accionaria en las grandes sociedades cotizadas se ha dispersado, España sigue, manteniendo en sus sociedades un capital no vinculado bastante alto en líneas generales de cara a otros países de la región (Delgado, J. 2010. pp. 60-61)

En Chile país más cercano en muchos sentidos al Ecuador, empezando por el geográfico, su legislación de OPAs recogida en la Ley 19.705 es muy exigente en cuanto a la prima de control ya que está fijado en dos tercios del capital social tal y como se desprende del Artículo 199 literal b de la mencionada ley chilena que en lo pertinente dice que, se deberá someter al procedimiento de OPA cuando en virtud de una adquisición se llegue a controlar dos tercios de acciones con derecho a voto de una sociedad. (Ley 19.705 de 20 de Diciembre. 2000. pp. 14)

Sobre el umbral de control chileno, decir que se puede considerar que el ponerlo a ese nivel permite el control práctico y real de la sociedad sin entrar en el régimen de OPAs bastando solo con mantenerse apenas por debajo de este porcentaje del paquete accionario.

Dicho esto cabe analizar el único supuesto por el que el hecho de alcanzar el treinta por ciento de derechos de voto sobre una sociedad no hace necesario el formular una OPA, esto se da cuando en dicha sociedad exista un accionista que individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con él, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que hubiera adquirido el que de otra forma vendría obligado a formular la OPA. (Delgado, J. 2010. pp. 62)

La dispensa de formular OPA está condicionada a que no se rebaje la participación de tal suerte que esta participación en capital de la sociedad no sea inferior que la de quien haya sido dispensado de formular la OPA y que a este último no designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad afectada. Si alguna de estas dos circunstancias



se incumpliera, sobrevendría la obligación de formular OPA por el total de valores de la sociedad a un precio equitativo, salvo que el potencial oferente rebaje su porcentaje de participación en el plazo máximo de tres meses. (Delgado, J. 2010. pp. 62)

Sobre la composición de este consejo de administración y para su mejor comprensión, cabe aclarar que con arreglo al Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas española este consejo se constituye cuando la administración de una sociedad anónimas se encomiende a dos o más personas. (Boletín Oficial de Estado Núm. 310.1989. pp. 40012)

En cuanto al segundo criterio de toma de control que a su vez provoca la obligatoriedad de formular una OPA, este es la designación de más de la mitad de los consejeros de la sociedad afectada.

Dicho esto a continuación se procede a enumerar y explicar los elementos específicos de la toma de control.

#### **1.4.2.1 Precio equitativo**

El primer elemento viene dado como consecuencia de la formulación de una OPA de cara a una toma de control, la misma que debe hacerse al precio más alto pagado por el oferente de la OPA en los doce últimos meses anteriores al anuncio de la OPA en cuestión. Como puede esperarse el valor bursátil no es indiferente al hecho de que por efecto de la toma de control de una sociedad, por esto es necesario ponderar el precio de esa posible y previsible OPA para evitar una especulación sobre el valor de cotización de las acciones de la sociedad afectada. (Delgado, J. 2010. pp. 74)

Ahora bien, se puede decir la OPA implica una transferencia de titularidad de las acciones de la sociedad afectada a cambio de una cantidad económica determinada, en legislaciones de América de Sur como la chilena, la cual

establece que el oferente podrá establecer garantía de cumplimiento del compromiso económico, dicha garantía al tenor del Art. 204 de la Ley 19.705, normativa que rige la materia de OPAs en Chile es potestativa, mas no obligatoria; y se podrá constituir por ejemplo, mediante garantía bancaria y deberá ser de al menos del diez por ciento de la cuantía total de la oferta. (Ley 19.705. 2000. pp. 15)

#### **1.4.2.2 Información al mercado**

Este elemento se ocupa de cuándo y cómo comunicar al mercado la intención del lanzamiento de una OPA y por tanto un cambio de control societario o bien entrar en los supuestos que obligan al lanzamiento de una OPA sobre lo que se profundiza en el capítulo siguiente.

Es en el momento de la efectiva toma de control de la sociedad y solo entonces que hay que informar al mercado. Esta información puede ser de gran trascendencia para el valor de la sociedad afectada. Parece más conveniente evitar forzar a alguien dar información al mercado sobre cuáles son sus intenciones. Pero por supuesto, si el oferente tiene claro lo que quiere hacer y considera conveniente a sus intereses debe poder comunicarlos al mercado en los términos correspondientes. (Delgado, J. 2010. pp. 75-76)

Este criterio y su importancia se ven transpuestos en ordenamientos jurídicos tan cercanos al ecuatoriano, como el colombiano, sobre lo cual, en palabras de Jeannette Forigua el régimen de oferta pública de adquisición tiene como propósito que el mercado se encuentre ampliamente informado y se brinden mecanismos que permitan la libre concurrencia de compradores y vendedores, a efectos de que exista la mayor transparencia y profundización requerida por el mercado público de valores. (Forigua, J. 2008. pp. 8)

### 1.4.2.3 Plazos

Este último elemento se refiere al plazo de ejecución de las dos opciones del potencial oferente de una OPA en caso de encontrarse en los supuestos de OPA señalados anteriormente; la primera, formular la OPA, cosa que resulta más que evidente o bien deshacerse del porcentaje de acciones que exceda el umbral de control para que al hacerlo salir de los supuestos que motivan la OPA. El Real Decreto 1066/2007 establece en ambos casos un plazo máximo de tres meses. Sobre si es éste plazo suficiente, esto dependerá de la eficacia de la información dada al mercado y en cuanto se haya superado el umbral de control. (Delgado, J. 2010. pp. 77)

En la vecina Colombia, el plazo temporal para que la OPA pueda materializarse es bastante más laxo ya que es de doce meses; permitiendo en criterio de quien firma esta tesis, que el oferente pueda obtener las cantidades de dinero requeridas con mayor tranquilidad lo que resulta en una facilidad en el campo práctico. (Forigua, J. 2008. pp. 8)

## CAPITULO II

### 2. Las OPA'S Obligatorias

#### 2.1 Planteamiento

Antes de entrar de lleno a tratar la OPA obligatoria es necesario hablar de esta figura en un sentido amplio y general, con carácter previo a la explicación de sus subtipos, para lo cual de acuerdo al criterio de Alberto Tapia Hermida se puede definir a las Ofertas Públicas de Adquisición, como instrumentos jurídicos – financieros esenciales para alcanzar el objetivo de concentrar empresas, en particular las que adoptan formas jurídicas societarias. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 161)

En materia de OPAs, su normativa regulatoria convive en el ordenamiento español como en el ámbito comunitario, con normativa referente a otras aristas jurídicas como por ejemplo las fusiones y las OPAs transfronterizas. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 161)

Las concentraciones de sociedades producidas por la OPA se regulan en el ámbito de la Unión Europea y español en tres dimensiones que se describen en el desarrollo de esta tesis en los subtítulos inmediatamente siguientes.

Queda claro que el objetivo primo de una OPA es, por decirlo de alguna manera, el concentrar o amasar paquetes accionarios que permitan el manejo de la sociedad afectada, entendiéndose así que estos paquetes se conforman de valores objetos potenciales de una oferta.

Las antes mencionadas concentraciones se deberán analizar como un fenómeno genérico, desde el punto de vista del Derecho de la Competencia conforme al criterio del profesor Tapia Hermida.

Este análisis tiene su razón de ser en el evitar que los procesos de OPA no desemboquen en monopolios u oligopolios que acarreen a su vez en

disminución de la competencia y el consiguiente daño al mercado interior. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 161)

En el ámbito de la Unión Europea el Artículo 3 del así llamado Reglamento Comunitario n.139/2004 de concentraciones entiende que se produce una concentración cuando tiene lugar un cambio duradero de control como consecuencia tanto de la fusión de dos o más empresas o partes de empresas anteriormente independientes como la de adquisición de participaciones en capital o la compra de elementos del activo de empresas. (Diario Oficial de la Unión Europea de 29 de Enero. 2004. pp.7)

Según la opinión de Tapia Hermida la diferencia estructural jurídica entre ambos métodos radica en que mientras la fusión desemboca en una persona jurídica única, la adquisición de acciones o la compra de activos mantiene la independencia entre dos personas jurídica preexistentes. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 163)

Es el Derecho comunitario de sociedades el que se ocupa de sus fusiones, tanto para armonizar los procesos de fusiones internas en los distintos Estados miembros (mediante la Tercera Directiva de Sociedades 78/855/CCE) como para establecer los requisitos, procedimientos y efectos de las fusiones transfronterizas de sociedades de capital. En el primer sentido procede referirse al Reglamento (CE) n. 2157/2001, del Consejo, de 8 de Octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE) que contempla la fusión transfronteriza de sociedades anónimas como un método para constituir una SE. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 163-164)

Según el profesor Tapia Hermida en el segundo sentido, procede referirse a la Directiva 2005/56/CE específicamente en sus Artículos del 54 al 67 relativos a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 164)

Sobre la regulación mobiliaria de las OPAs el profesor Tapia Hermida menciona que el Derecho comunitario mediante la armonización del régimen de OPAs en los Estados Comunitarios tiene la finalidad esencial de garantizar la igualdad de trato de los socios ante la generación de una prima de control a resultas de una adquisición. En este sentido, la Directiva 2004/25/CE, la llamada Directiva de OPAs, extiende su ámbito de aplicación a las OPAs sobre valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 164-165)

### **2.1.1 Antecedente normativo, el paso de la OPA *a priori* a la OPA *a posteriori***

Al abordar este tema debemos definir por lo menos a leves rasgos el sistema español previo a 2007 de OPA *a priori*. Se empezará por el latinismo que lo define, que significa previo, y justamente en el antiguo régimen de OPAs se exigía una OPA *a priori* en el sentido de que la formulación de la OPA obligatoria para quien pretendía adquirir una participación significativa o igual o superior a un veinticinco por ciento, porcentaje exigido de acuerdo a esa normativa; de acuerdo a esto la OPA era un método de adquirir el control. En el régimen anterior al de 2007 también era posible la OPA parcial sobre una parte del capital social de la sociedad afectada. Queda claro que en el modelo OPA *a priori* esta figura constituía una suerte de acto preparatorio a la toma de control, y no como es común en las normativas de OPA actuales como la española en que se alcanza el control societario para poder lanzar una OPA *a posteriori* o posterior. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 166-18)

En países como Chile en cambio, se funciona con el modelo de OPA *a priori*, por lo que se desprende del tenor literal del Artículo 198 de la Ley 19.705 que dice que se entenderá que la oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por

cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado. (Ley 19.705. 2000. pp. 13)

También Colombia opera con un modelo de OPA *a priori*, conforme a la autora Jeannette Forigua cuando dice que, la intención, propósito o finalidad de hacerse con la propiedad en un porcentaje del cinco por ciento o más de las acciones en circulación de una misma clase de cualquier sociedad cuyas acciones estuvieran inscritas en alguna bolsa, debe de hacerse mediante una oferta de adquisición dirigida a todos los titulares de las acciones.(Forigua, J. 2008. pp. 8)

De lo apenas expuesto se puede determinar que las OPAs, por llamarlas de algún modo “europeas” se distinguen de aquellas instauradas en Sudamérica en que éstas últimas son del tipo *a priori*, por lo que hace falta primero, la formulación de la OPA para luego alcanzar el umbral de control, cualquiera que éste fuese de acuerdo con las respectivas y legislaciones nacionales; y no el caso europeo en que por el contrario se alcanza el umbral de control para luego formular la OPA.

En opinión de este autor, no resulta lógico el lanzar un proceso legal de modo previo a una realidad futura que podría no ocurrir, ya que en caso de no alcanzarse el umbral de control se puede observar una especie de debilidad en la norma de cara al mercado y los inversores.

Del antes mencionado concepto, se desprende que, se adquieren primero las acciones de la sociedad afectada y solo luego se formula la OPA, siendo la toma de control requisito de una OPA y no al revés.

Con las reformas introducidas por el Real Decreto 1066/2007 la más notable es la delimitación del supuesto que sirve como piedra angular de la OPA obligatoria, conforme a la regulación española vigente se exige la formulación

de la OPA cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada, por tanto el hecho de que se alcance en un primer momento el control de una sociedad cotizada para posteriormente activar el procedimiento de OPA, dota a ésta de su denominación de *a posteriori*, esto en contraposición al régimen a día de hoy ya derogado en el que se exigía la formulación de la OPA si se pretendía rebasar los umbrales constitutivos de participación significativa que a la época estaba en veinticinco del capital de la sociedad cotizada. (Delgado, J. 2010. pp. 58-59)

Sobre el umbral porcentual de acciones en la legislación actual *a posteriori* este está fijado en el treinta por ciento. (Delgado, J. 2010. pp. 57)

## **2.2 Clasificación de OPAs**

Dentro del análisis de la OPA obligatoria, objeto de este trabajo, es necesario revisar la clasificación donde encontramos a esta oferta, en consecuencia se debe partir analizando la principal clasificación que divide a las Ofertas Públicas de Adquisición en voluntarias y obligatorias.

Las OPAS con carácter general se pueden clasificar en obligatorias o voluntarias, esta división se debe, parafraseando al Profesor Tapia Hermida, a la necesidad de respetar la igualdad de trato entre los accionistas al generarse una transmisión del control en una sociedad cotizada por la generación de una prima de control. (Beneyto, J.M., 2009, pp. 170).

Ahora bien, una vez señaladas las líneas generales de la OPA, sus elementos y habiendo señalado a leves rasgos el cambio de marco general de aplicación temporal de la OPA se pasará a delimitar las divisiones de esta figura.



### 2.2.1 Ofertas Públicas de Adquisición voluntarias

Se empezará por decir que, sin perjuicio de la obligación de formular OPA como consecuencia de la adquisición de un porcentaje de control, es posible también formular OPAs voluntarias para alcanzar el control de una sociedad. Quien formule una OPA voluntaria se encuentra sometido como quien formula una OPA obligatoria al Real Decreto 1066/2007, pero en régimen distinto. (Delgado, J. 2010. pp. 84)

La primera gran diferencia entre el régimen aplicable a OPAs voluntarias y obligatorias es que estas últimas, las obligatorias, siempre deben dirigirse a la totalidad del capital social, mientras que las OPAs voluntarias pueden ser de carácter parcial. Es perfectamente posible que quien no sea accionista de una sociedad cotizada o lo sea en un porcentaje menor al treinta por ciento, decida voluntariamente formular una OPA parcial para incrementar su participación en dicha sociedad sin alcanzar el umbral de control fijado en el treinta por ciento. De la misma manera, también resulta posible que un accionista de control decida incrementar su participación en la sociedad a través de una OPA voluntaria parcial. No sería admisible atendiendo al Real Decreto 1066/2007 que un oferente obtenga participación de control a través de una OPA voluntaria parcial, en estos casos la OPA voluntaria ha de dirigirse a la totalidad del capital social de la sociedad afectada. (Delgado, J. 2010. pp. 84- 85)

La segunda gran diferencia que tiene la OPA voluntaria respecto de la obligatoria se encuentra en el nivel y tipo de condiciones a que pueden someterse unas y otras. La posibilidad de condicionar la OPAs obligatorias es mucho más limitada que la que existe cuando se trata de una OPA voluntaria. Y ello porque la OPA obligatoria presupone la previa adquisición de una participación de control de manera firme e incondicional. El Real Decreto 1066/2007 establece las OPAs voluntarias pueden someterse a condiciones tales como, modificaciones estatutarias, aprobación por la junta general de la

sociedad oferente de y cualquier otra que se considere apegada a derecho por parte del órgano regulador, en el caso español la CNMV. (Delgado, J. 2010. pp. 85)

El antes mencionado Real Decreto añade que cuando la oferta pública pueda implicar la existencia de la operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea u española, el oferente podrá optar por condicionar su oferta a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia. (Delgado, J. 2010. pp. 85)

Respecto del precio que alcanzarán las acciones en caso de OPA voluntaria decir que estas no habrán de formularse al precio equitativo, siendo libre el oferente, en estos casos, para establecer el precio que considere oportuno, si que dicho precio deba cumplir con los requisitos establecidos en el Real Decreto 1066/2007 y sin que el oferente venga obligado a justificar ese precio en modo alguno. (Delgado, J. 2010. pp. 91-92)

Sobre el término de precio equitativo en este punto es necesario aclarar que su interpretación viene dada en la legislación española por el Artículo 9.1 del Real Decreto 1066/2007 el cual en su tenor literal dice que las OPAs deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. (Real Decreto 1066/2007. 2007. pp. 32834)

Ahora bien, una vez delineada la OPA voluntaria se puede a continuación hablar de la OPA obligatoria, que como hemos dicho es el instrumento de más peso dentro de la normativa sobre la materia.

### **2.2.2 Ofertas Públicas de Adquisición obligatorias**

Para empezar este tema se debe empezar por definir a la OPA obligatoria como el subtipo de la OPA de tipo general que consiste en la obligación dada

por ley de adquirir no parte si no la totalidad del capital de la sociedad afectada una vez alcanzado el umbral de control cifrado en el treinta por ciento del paquete accionario.

La regulación actual de OPAs en España elimina las OPAs parciales y como se acaba de decir obliga a lanzar la OPA sobre el todo del capital social de la sociedad afectada, hecho que en la regulación anterior solo se exigía cuando se pretendía alcanzar el cincuenta por ciento del capital social. (Delgado, J. 2010. pp. 58-59)

Dentro de la categoría de OPAs obligatorias podemos distinguir tres tipos distintos de OPA: las OPAs obligatorias por toma de control, las OPAs por exclusión de cotización y, finalmente, las OPAs por reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias. De estos tres tipos de OPA obligatoria por toma de control es sin duda la primera, la que constituye el paradigma de las OPAs obligatorias y en el que se centra la regulación contenida en el Real Decreto 1066/2007. Las OPAs de exclusión y las OPAs por reducción de capital, siendo técnicamente OPAs obligatorias, tendrán una manifestación probablemente más residual por su carácter específico. (Delgado, J. 2010. pp. 57)

De esta clasificación la presente tesis pone especial atención a la OPA obligatoria por toma de control, ya que esta ha sido la de mayor atención legislativa a causa de su importancia.

### **2.2.2.1 Elementos subjetivos de la OPA**

El lanzamiento de una OPA por quien pretende la adquisición de las acciones de una sociedad cotizada supone la formulación de una oferta pública dirigida a un grupo determinado de socios (titulares de las acciones objeto de la oferta), a quienes se propone la adquisición de las mismas bajo unas condiciones que determina el oferente. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 327)

Sobre a quién se dirige la OPA cabe hacer un escueto comentario, si bien más adelante se amplía el tema, según Jeannette Forigua menciona que la legislación colombiana entiende a la OPA como aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa. (Forigua, J. 2008. Pp .7-8)

En palabras de María Rosa Tapia Sánchez, es habitual como en todo negocio jurídico, el surgimiento de una relación obligatoria y la determinación de los sujetos intervinientes, como cuestión previa a la pluralidad de contratos de compra venta de acciones. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 327- 328)

No obstante lo expresado en los párrafos precedentes, la OPA es una operación en la cual existen sujetos intervinientes que son independientes y distintos a los contratantes, como es el caso en España de la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), que es el órgano de control de los mercados de valores españoles y en el caso de la OPA una suerte de órgano de vigilancia en los términos a ser descritos en la líneas sucesivas.

Dicho esto, a continuación se describen de modo general los sujetos intervinientes en la OPA.

#### **2.2.2.1.1 El oferente**

La posición de oferente puede ser ocupada bien por una persona natural o bien por una persona jurídica sea ésta de derecho público o privado. El derecho español en el Real Decreto 1066/2007 otorga la condición de oferente a toda persona física o jurídica que formule o deba formular una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada que den derecho a su adquisición. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 328- 329)

En palabras de María Rosa Tapia Sánchez sobre cómo actúa el oferente en el procedimiento de OPA española. La declaración de voluntad contractual del oferente existe, desde que se llevan a cabo los trámites de la publicidad legal de la oferta. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 329)

La posición del oferente de una OPA es en opinión del autor de esta tesis, la más regulada dentro de esta figura legal, debido sobre todo a que este sujeto es quien inicia el procedimiento legal pertinente y además, quien ha de desembolsar una cantidad de dinero para hacer frente a la oferta, no es de sorprenderse que varias legislaciones como la chilena, en el Art. 204 de la Ley 19.705 que se había mencionado en esta tesis, contemplen el establecimiento de garantías a la OPA, esto motivado por la voluntad legislativa de proteger la confianza de los inversores en el mercado, ya que resulta fácil comprender que una falta de pago hacia los accionistas afectaría dramáticamente a esta confianza, piedra angular del mercado de valores. (Ley 19.705. 2000. pp. 15)

#### **2.2.2.1.2 Los destinatarios de la OPA**

Los sujetos destinatarios de la OPA conforman el otro lado subjetivo en la relación obligatoria de la OPA, al dirigirse a ellos la propuesta del oferente. La declaración de aceptación emitida por cada destinatario constituye una declaración de voluntad por la que su autor manifiesta al oferente de la OPA su conformidad con los términos de la oferta y su voluntad de adherirse a la misma, dando lugar al nacimiento de un contrato de compraventa de valores. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 349)

María Rosa Tapia Sánchez entiende que la OPA es una oferta al público dirigida a una pluralidad de destinatarios, no existe un único contrato de compraventa, si no que hay tantos contratos como aceptaciones válidas se reciban de los destinatarios, de acuerdo a lo señalado en el folleto de la oferta. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 349)

Mediante la emisión de la declaración de voluntad unilateral de los destinatarios de la OPA, cada uno de ellos manifiesta su conformidad con los términos de la oferta y su voluntad de obligarse a transferir cierto número de acciones de su titularidad al oferente en las condiciones fijadas en el folleto de OPA. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 353)

La profesora Tapia Sánchez respecto de la intención de contratar de los destinatarios expresa que la doctrina española ha conectado la exigencia del carácter definitivo de la voluntad de contratar con la imposibilidad de subordinar la eficacia de la aceptación al cumplimiento de algún tipo de condición suspensiva o resolutoria. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 354)

Ahora bien, no basta que el aceptante en la OPA emita su declaración de aceptación para que ésta sea eficaz. Es necesario además que el aceptante se desprenda de su declaración de voluntad y la dirija hacia el oferente, a través de la CNMV para recibir las adhesiones a la OPA. El carácter recepticio de la declaración de voluntad del aceptante debe verificarse sin excepciones como elemento determinante para su validez. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 359)

A modo de aclaración para mejor comprensión de esta tesis cabe decir que el término sociedad afectada es asimilable al destinatario de una OPA.

La legislación colombiana define en el Artículo 1.2.5.8 en relación con el Artículo 1.2.5.6 del Decreto 1941 al destinatario de la OPA que es toda persona o grupo de personas titulares del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores.

### **2.3 La OPA en caso de toma de control**

Es este tipo de OPA obligatoria que buena parte denomina como genuina o pura, ya que ésta responde con claridad al alcance del umbral de control con la formulación de una OPA dirigida a todos los titulares de valores que concedan derecho a voto a un precio equitativo. Conforme al criterio del autor de esta tesis, este tipo de OPA se reviste de grandísima importancia por su directa relación con el umbral de control ya mencionado en este documento. Se ha legislado y debatido con suficiencia sobre el porcentaje de control que dispara el mecanismo de OPA por las muchas aristas que puede tener, más allá del mercado bursátil, en los campos societario y de control de mercado.

En palabras del profesor Tapia Hermida la obligación de formular este tipo de OPAs surge cuando este control se alcanza conforme a dos criterios, uno cuantitativo, consistente en alcanzar un porcentaje de derechos de voto igual o superior al treinta por ciento de la sociedad afectada. Se incluirán tanto los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de acciones como los derivados del usufructo, prenda o cualquier otro título contractual. El otro criterio es de carácter cualitativo, y consiste en la designación de más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, estableciéndose reglamentariamente los casos en los que se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 170)

La actividad de tomas de control se manifiesta con importancia en Chile, desde mediados de la década de los noventa. Mientras en el año 1996, solamente se llevaron cabo tres tomas de control, en los años 2000 y 2001 se alcanzó un máximo de trece tomas de control cada año, de la mano de la nueva normativa aprobada en esos años. Con posterioridad a la promulgación de la ley y precisamente en el año 2001, se alcanzó la máxima actividad de tomas de control. Durante este año las transacciones más importantes fueron las del grupo Luksic, que tomó el control del Banco de Chile (a través de compra directa y OPA), la de Ivax Corp. que tomó el control de Laboratorio Chile (a través de OPA) y la de AES, que tomó el control de Gener (a través de OPA). Dichas transacciones totalizaron alrededor de US\$ 1.719 millones. Esta cifra representa el 77% del total de US\$ 2.238 millones de propiedad traspasada estimada para dicho año. (Lazén V. y Sepúlveda A.2004. pp. 18)

### **2.3.1 Planteamiento**

El control de una sociedad afectada puede adquirirse, bien de una forma directa e inmediata, o bien de una forma indirecta o sobrevenida,

estableciéndose en el Real Decreto 1066/2007 los supuestos de toma de control indirecta, de ellos los más los más claros son, la fusión o toma de control de otras sociedades que aunque no coticen en bolsa participen en el capital de una tercera sociedad cotizada y mediante la fusión o toma de control de aquellas sociedades se alcance el porcentaje de control en la sociedad cotizada. También las reducciones de capital de una sociedad cotizada que lleven a algún accionista a alcanzar porcentajes de control y los supuestos de variaciones de autocartera de una sociedad cotizada que lleven a un accionista a alcanzar porcentajes de derecho de voto que impliquen control. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 171)

La obligación de formular una OPA puede no darse, por dos razones, en primer lugar porque la OPA no llega a nacer ya que no producen obligación de formularla, las adquisiciones que entrañen una mera redistribución de derechos de voto cuando sigan atribuidos a una misma persona, así como la adquisición de valores que lleven aparejados derechos de voto. En segundo lugar, porque el Real Decreto 1066/2007 excluya la posibilidad de formular OPA, en los casos de que su existencia afecte valores pertenecientes al interés público como por ejemplo fondos de garantía de depósito u otras instituciones legalmente establecidas y en los casos en los todos los titulares de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de sus acciones y de esa manera se renuncie a la posibilidad de acogerse al régimen de OPAs. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 171)

### **2.3.2 Modos de adquirir el control**

A este respecto el primer apartado del artículo 3 del Real Decreto 1066/2007 establece que quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control mediante adquisición de acciones que



confieren derechos de voto en dicha sociedad. La adquisición del treinta por ciento como ya hemos dicho, constituye la cara más importante de las OPAs obligatorias, y por adquisición ha de entenderse cualquier forma de adquisición por cualquier negocio jurídico como la compraventa, permuta, operaciones societarias de aumento de capital, fusión escisión y cualquier otra. (Delgado, J. 2010. pp. 70)

En este punto resulta apropiado el hablar de la concertación o también llamados pactos parasociales como forma de alcanzar el control, hecho sobre el que antes de la promulgación del Real Decreto 1066/2007 en España existía un gran debate sobre la importancia de la concertación a efectos de la formulación de una OPA que se produce con ocasión de la adquisición de una participación en una sociedad cotizada. Es concertación en la adquisición cuando por ejemplo dos sujetos se ponen de acuerdo para adquirir separadamente un veinte por ciento del capital social de una sociedad cotizada, de forma que ninguno de ellos alcance individualmente el umbral de control pero si de forma conjunta, y por otro lado se denomina concertación en la actuación, si estos dos sujetos hubieran adquirido su respectivo veinte por ciento sin acuerdo ni concertación ninguna y posteriormente alcanzaran acuerdo para colaborar en ejercer el control de una sociedad. Sobre esto, el mencionado Real Decreto ha zanjado el debate, estableciendo un concepto más férreo, bastando con que exista concertación en la actuación. (Delgado, J. 2010. pp. 71)

Por pacto parasocial debe entenderse de conformidad con la definición que nos brinda el Artículo 112 de la Ley de Mercado de Valores Española, que en su tenor literal dice que son pactos parasociales aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las junta generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. El concepto de pacto parasocial es muy amplio y da cabida a supuestos no relevantes de cara a determinar la

obligación de formular OPA por no tratarse de supuestos de concertación para el ejercicio de control societario conjunto propiamente dicho. (Delgado, J. 2010. pp. 71)

Resulta evidente que no es equiparable una situación que dos accionistas independientes, cada uno de ellos titular por ejemplo de veinte por ciento de derechos de voto en una sociedad cotizada, se pongan de acuerdo para votar en un determinado sentido, con otra situación bien distinta en que esos mismos dos accionistas suscriban un pacto para establecer una política común y duradera en seno de una sociedad cotizada, encaminada a un control conjunto de la misma. Si bien con arreglo a la definición de pacto parasocial, ambas situaciones tienen cabida, es solo la segunda de ellas tiene consecuencia de cara a una OPA. (Delgado, J. 2010. pp. 71-72)

La adopción de pactos parasociales en relación a la OPA como se ha visto, no es algo que encuentre prohibido, pero resultan de especial interés los posibles efectos para desarrollo de la OPA que estos pudieran producir.

#### **2.4 Análisis de la nueva normativa de OPA**

Desde la aprobación, publicación y entrada en vigor de la Ley 6/2007 la cual reforma la Ley 24 de 1988 del Mercado de Valores para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición en España se ha dado un gran giro de timón sobre esta materia, dicho giro vino dado por la aprobación de la muy nombrada a lo largo de esta tesis, Directiva 25/2004/CE o de OPAs que se traspuso al ordenamiento jurídico español a través del también muy mencionado Real Decreto 1066/2007.

Ahora bien, existe un punto de inflexión en cuanto a la normativa española de OPAs a partir de la década de los setenta y principio de los ochenta con el Real Decreto 1848/1980 el cuál fue tomado casi en su

totalidad de la regulación francesa a su vez proveniente del 1970. Esta norma se derogaría poco después por el Real Decreto 279/1984 el cual a su vez fue modificado en 1989, año en el cual aparece la primera normativa legal de OPAs propiamente dicha, La Ley de Mercado de Valores la cuál termina de desarrollar el tema OPAs en España. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 40)

En la normativa europea la regulación recoge la necesidad del trato equivalente o igualitario a los accionistas de una sociedad afectada por una OPA debida a un cambio de control, cosa que la normativa norteamericana no considera de gravitante importancia, pero que ha sido tomada muy en cuenta en el ámbito europeo y por tanto transpuesta al ámbito jurídico nacional, en este caso el Español. Tanto la Ley 6/2007 como el Real Decreto 1066/2007 tienen al trato equivalente o igualitario de accionistas elevado a nivel de principio básico. La protección de los intereses de los socios, sobre todo los minoristas cuando se produce una toma de control ha tomado una gran importancia en la legislación española junto con la definición y regulación del precio equitativo que vienen determinado a nivel europeo. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 43)

A pesar de los años que han pasado, parece poco tiempo para ofrecer una opinión sobre este régimen legal y su aceptación por parte de los operadores. Se puede adivinar un retraimiento de las operaciones obligatorias debido al fuerte encarecimiento que conlleva el lanzar una OPA por la totalidad del capital de la sociedad afectada. En todo caso lo que no resulta difícil de adivinar es la variabilidad a la que se verá sometido este régimen por la incansable mutación del Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 43-44)

Los principios de base europea que a su vez se trasponen al ordenamiento nacional de los Estados son los siguientes; empezando por el de trato equivalente por el cual los titulares deberán ser protegidos en sus intereses por

igual en caso de una OPA. En segundo lugar, los titulares de una acción deberán disponer del tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto de una OPA con pleno conocimiento de causa, para ello el órgano de administración de la sociedad presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la OPA. El tercer principio, se refiere a que este mismo órgano de administración tendrá la obligación de obrar siempre en defensa de la sociedad afectada en su conjunto y no denegar o alterar la valoración de la idoneidad de la oferta. El cuarto principio también relativo al órgano de administración de la sociedad afectada, le prohíbe a este cualquier conducta que conduzca a alterar el mercado de tal forma que se produzca una alza o baja artificial del valor de cotización de las acciones. Por su parte el quinto principio de la normativa española de OPAs obliga al oferente a anunciar la OPA solo cuando éste cuente con los montos suficientes de dinero para hacer frente a la oferta y cualquier otro gasto que pudiese aparecer en relación a la OPA. El sexto principio busca guardar que la normalidad de la actividad práctica de la sociedad afectada no se vea afectada por la OPA si no en lo estrictamente necesario. (Delgado, J. 2010. pp. 71-72)

Si bien estos principios como ya se ha dicho vienen dados por la Directiva de OPAs de la cual se ocupa el subtítulo siguiente, se ha querido sustraer sus principios en este punto por su directa y literal utilización en la legislación de un Estado miembro, en este caso la española. No olvidemos que dentro del así llamado acervo comunitario, los vehículos por los que se transmite el Derecho Comunitario a los países miembros, es la Directiva la de mayor fuerza porque obliga a su cumplimiento tanto en fin como en la forma.

Los principios antes mencionados servirán como marco general de la propuesta de normativa de OPA que para el Ecuador esta tesis pretende aportar, adecuándolos a la normativa nacional.

### 2.4.1 Análisis de la Directiva europea 25/2004/CE

Una vez tomados en cuenta los cambios legislativos en materia nacional encaminados al régimen de OPAs vigente, cabe analizar la norma de carácter supranacional que motivó estos cambios.

La Directiva de 25/2004/CE o de OPAs se configura como un marco de principios generales que en aspectos decisivos como por ejemplo la regla de pasividad y la de neutralización reconoce a los estados miembros de opción o *opting out*, que es una exención concedida a un país miembro de la Unión Europea que no desea sumarse a los demás Estados miembros en un ámbito particular de la cooperación comunitaria. La Directiva pretende armonizar aspectos tales como la autoridad supervisora y el derecho aplicable, el régimen general de oferta obligatoria y el precio equitativo, el régimen informativo y su publicidad entre otros. La Directiva comunitaria de OPAs parte de una disección analítica de la realidad material de las OPAs, diferenciando sus aspectos regulatorios del mercados de valores, sus efectos obligacionales y contractuales y finalmente, los societarios tanto de la sociedad oferente como de la sociedad afectada. (Delgado, J. 2010. pp. 41)

En la opinión del autor de esta tesis la posibilidad del *opting out* evita que exista una unidad normativa y por tanto una armonización sobre la materia en la Unión Europea, siendo este hecho contrario al principio base de la Unión de libre tránsito de personas y mercaderías establecido en el Tratado de Roma, el cual es asimilable a las sociedades en relación a la OPA en cuanto estas pueden lanzar una OPA sobre una sociedad de un país distinto al suyo.

El objetivo de la Directiva de OPAs en palabras de Fernando Vives Ruiz, es la protección de los intereses de los socios y de los terceros y, para ello coordina las garantías que los Estados miembros exigen a sus sociedades y cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado europeo regulado.

Dichas garantías se cristalizan cuando estas sociedades son objeto de una OPA y su respectivo cambio de control y en donde los titulares de acciones de estas sociedades deberán recibir un trato igualitario. En relación con los terceros, sus intereses se deben ver protegidos con la imposición de reglas de claridad y transparencia provenientes del estrato comunitario. (Delgado, J. 2010. pp. 41-42)

Sobre la autoridad supervisora del cumplimiento de esta normativa, la Directiva de OPAs establece que los Estados Miembros han de designar la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las OPAs de acuerdo a los principios antes mencionados y que en caso español, como ya se ha dicho es la CNMV. Puede tratarse de autoridades públicas o organismos privados reconocidos por la legislación nacional a tal fin. Estas autoridades supervisoras deberán cooperar mutuamente y facilitarse información para la aplicación de la normativa sobre OPAs. (Delgado, J. 2010. pp. 43)

Una vez sentadas las líneas rectoras sobre las que se sustenta la Directiva 2004/25/CE, a continuación se procede a analizar los preceptos prácticos de esta normativa, que en opinión de éste autor han de ser tomados en cuenta de cara a una aplicación efectiva en cualquier otra legislación distinta a la europea. La Directiva de OPAs en su Artículo 4 establece en primer lugar, la obligación de determinar el órgano o autoridad estatal que regulará el desarrollo y utilización de esta figura, sobre la cual precisa que en caso de que los valores de la sociedad afectada no estén admitidos a negociación en un mercado regulado del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social, la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en cuyo mercado regulado estén admitidos a negociación los valores de la sociedad. (Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de Enero. 2004. pp. 16)

El hecho de que el órgano estatal que regule las Bolsas de Valores ceda su autoridad a su similar de otro Estado europeo viene dado en primer lugar como

consecuencia del libre tránsito entre países de la Unión, y en segundo lugar, debido a que no se puede olvidar que es característica propia de las sociedades anónimas el dinamismo en la transmisión de las acciones de estas en contraposición a las sociedades de responsabilidad limitada, por lo que poner un freno a esta transmisibilidad de acciones resultaría en una desnaturalización de la sociedad anónima y de la figura de OPA.

Otro punto de la Directiva de OPAs a tomar en cuenta es la publicidad de OPA consagrado en el Artículo 8 de este cuerpo legal, el cual en su tenor literal dice los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la autoridad supervisora. (Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de Enero. 2004. pp. 19) No se puede olvidar que el mercado de valores depende en buena parte de la confianza de los inversores, por lo que la publicidad se convierte en instrumento que otorga la sensación de claridad en la llevanza de los instrumentos que en este mercado se negocian.

Las obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada sobre las que trata el Artículo 9 de la Directiva de OPAs es que los administradores de la sociedad estarán obligados a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada. (Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de Enero. 2004. pp. 19)

Los administradores de la sociedad afectada, de cara a una OPA tienen el deber de pasividad salvo que los accionistas les autoricen a tomar acciones en defensa de sus acciones de cara a una teórica toma de control en la que intermedie la figura de la OPA.

## CAPITULO III

### **3. Proyecto de transposición de la regulación de OPAs en el ordenamiento jurídico ecuatoriano**

Una vez definido el marco conceptual de la OPA en el presente capítulo, se pasa primero a analizar la factibilidad objetiva de la adopción de esta figura y segundo proponer una reforma a los cuerpos normativos pertinentes.

#### **3.1 Propuesta de Proyecto de regulación de OPAs en la Ley de Mercado de Valores**

Sobre la adopción y puesta en vigor de una normativa que contemple la OPA, esto armonizaría y modernizaría la legislación no solo con la legislación europea y española en específico, que aún siendo bastante próxima a la ecuatoriana tiene sus propias especificidades provenientes del ámbito jurisdiccional europeo; si no con legislaciones cercanas al Ecuador en el ámbito regional como lo son Colombia y Chile.

Cabe acotar que tradicionalmente, las empresas ecuatorianas han rehuido una posible salida a los mercados secundarios que proveen las Bolsas de Valores, bien por falta de conocimiento de la materia o bien porque no existen o no se entienden las herramientas del mercado de valores y su posible uso y beneficios para las sociedades ecuatorianas.

La finalidad de una regulación de OPAs busca impulsar el mercado de valores ecuatoriano instituyendo una herramienta bien reglada que genere estabilidad y confianza en los potenciales sujetos de una OPA, que a su vez se traduzca en un uso más dinámico de este tipo de instrumentos.



La desintermediación financiera, la cual se definió al principio de esta tesis, provee a los mercados de capitales de una cualidad de alternativa de financiamiento para sociedades

Respecto de las líneas rectoras que en opinión de este autor esta teórica regulación de OPAs ecuatoriana debería seguir la tendencia actual en la materia que es la de OPA *a posteriori* por la que se presupone detonante de la OPA, el hecho de que se alcance un umbral de control y no lo contrario. Es decir, que no sea necesario formular una OPA para luego alcanzar el control de la sociedad.

La OPA ecuatoriana deberá poner especial atención en la definición correcta y completa que se le daría a los sujetos participantes en ella pero por sobre todo en el ya tantas mencionado umbral de control el cual deberá acoplarse a la realidad societaria del Ecuador, donde los paquetes accionarios pertenecen mayormente a sujetos que tienden a no enajenar éstos a otras sociedades por lo que parece prudente a este respecto abrazar el criterio de la legislación española del treinta por ciento como frontera de la obligación de formular OPA. Por lo que resultaría necesario derogar el Artículo 192 vigente de la actual Ley de Mercado de Valores del que se desprende el concepto de control que tiene la legislación ecuatoriana y que se menciona en el capítulo primero de esta tesis.

Dicho esto, se deberá analizar las normas vigentes en el Ecuador, empezando por la de mayor peso normativo, la Constitución, además de las leyes que en el territorio ecuatoriano están relacionadas a la materia, como la Ley de Compañías y la Ley de Mercado de Valores.

Una vez analizada la Constitución de la República del Ecuador del 2008 a continuación se procede a enunciar y comentar sucintamente los artículos considerados pertinentes en la materia, los cuales no contienen a criterio

prohibición expresa ni articulado que pudiese interponerse en la aplicación de la OPA.

En el capítulo V de la Función de Transparencia y Control Social, en el primer párrafo el Artículo 213 se refiere a las Superintendencias en lo pertinente en los siguientes términos, las superintendencias son organismos técnicos de vigilancia, auditoría, intervención y control de las actividades económicas, sociales y ambientales, y de los servicios que prestan las entidades públicas y privadas, con el propósito de que estas actividades y servicios se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general. (Constitución de la República del Ecuador, Comentarios, Legislación Conexa, Concordancias. 2008. pp.69)

Del tenor literal del antes mencionado artículo de la Constitución, no se desprende qué superintendencia de las existentes se encargaría de la hipotética regulación práctica de la OPA, para lo cual hace falta el Artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores, el cual establece que para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, se crea adscrito a la Superintendencia de Compañías el Consejo Nacional de Valores, como órgano rector del mercado de valores. (Registro Oficial Suplemento No. 215.2006. pp. )

Por tanto se entiende que sería el Consejo Nacional de Valores (En adelante C.N.V) el encargado de acuerdo a la Ley de emitir las normas que regulen la OPA y la Superintendencia de Compañías en calidad de órgano de control, de velar por el cumplimiento de estas.

La Constitución de la República del Ecuador en el Capítulo IV que se refiere a la soberanía económica del Estado en su Artículo 283 se refiere al sistema económico en lo pertinente social y solidario; reconoce al ser humano como sujeto y fin; propende a una relación dinámica y equilibrada entre sociedad, Estado y mercado, en armonía con la naturaleza; y tiene por objetivo garantizar

la producción y reproducción de las condiciones materiales e inmateriales que posibiliten el buen vivir. Por esta disposición es que debe proponerse en el Ecuador una OPA que busque mantener la equidad a los accionistas sean éstos grandes y pequeños como ya se dijo anteriormente en el capítulo uno.

Adicionalmente el Artículo 284 en sus numerales 5 y 8 mencionan que la política económica del Ecuador buscará entre otras cosas, lograr un desarrollo equilibrado del territorio nacional y propiciar el intercambio justo y complementario de bienes y servicios en mercados transparentes y eficientes. ( Constitución de la República del Ecuador. 2008. pp. 87)

Partiendo de esta necesidad de equidad como supuesto básico en una posible introducción de la OPA no se encuentra en la Constitución de la República algo que pudiese impedir la adopción de esta figura.

### **3.2. Cuerpos legales a modificar**

La presente propuesta se ubica en dimensión espacial en la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana como un teórico título añadido que resultaría como complemento al actual título IV del texto vigente, el cual describe la oferta pública como la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas generales de la C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado sea éste primario o secundario. (Registro Oficial Suplemento No. 215. 2006. pp. 6)

La presente propuesta se basa en la Directiva de OPAs con algunas variaciones para su mejor funcionamiento en el Ecuador.

LA ASAMBLEA NACIONAL  
LEY REFORMATORIA A LA LEY DE MERCADO DE MERCADO DE  
VALORES

Artículo 1.- Añádanse los siguientes artículos a continuación del Título IV de la Ley de Mercado de Valores.

Art...- Concepto y alcance.

La Oferta Pública de Adquisición es la figura jurídico- económica mediante la cual se persigue la obtención del control de una sociedad anónima cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado bursátil. Tal oferta puede a su vez subdividirse en Oferta Pública de Adquisición Voluntaria y Oferta Pública de Adquisición Obligatoria.

Oferta Pública de Adquisición Voluntaria, será aquella que se realice a resultas de la voluntad del oferente de la misma una vez cumplimentados los requisitos de la presente Ley.

Oferta Pública de Adquisición Obligatoria, es aquella cuya formulación viene dada de forma mandatoria por haber alcanzado propiedad accionarial considerada umbral de control.

La regulación de esta figura en cualquier caso será regida por el Consejo Nacional de Valores (C.N.V) de acuerdo con las atribuciones otorgadas con arreglo a esta Ley.

Art...- Ámbito de aplicación.

Toda persona jurídica de derecho privado que formule o se vea obligada a una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada en las

Bolsas de Valores existentes en el país queda sujeta a lo dispuesto en esta Ley.

#### Art...- Territorialidad

Cuando las acciones de una sociedad anónima cuyo domicilio social se encuentre en territorio ecuatoriano se encuentren inscritas en un mercado extranjero, en caso de una Oferta Pública de Adquisición, se aplicará la normativa de OPAs de éste.

Art... Oferta pública de adquisición obligatoria en caso se toma de control.

La obligación de formular una oferta pública de adquisición nace una vez que se alcance el umbral de control y se dirige a todos los titulares de acciones de la sociedad afectada a un precio equitativo.

Art... Umbral de control.

Con carácter general a efectos de esta Ley se entiende que se ha alcanzado el umbral de control de una sociedad cuando se alcance un porcentaje igual o mayor al treinta por ciento de las acciones ordinarias de la sociedad cotizada sea por transmisión o por adjudicación judicial de acciones.

El C.N.V. anulará la obligación de formular una oferta pública de adquisición cuando existiera otro socio con el mismo porcentaje de acciones

Art...- Excepción de la obligación de formular Oferta Pública de Adquisición.

No será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta de todas o parte de las acciones o renuncien a la venta de sus acciones en régimen de Oferta Pública de Adquisición.

En este caso, los accionistas en el mismo acto deberán acordar la salida de las acciones de la sociedad afectada de los mercados secundarios en que estuviesen admitidas.

Art...- Contraprestación

El precio o contraprestación ofrecida por el oferente deberá ser cancelada a los accionistas en el plazo máximo de 30 días.

#### Art...- Garantía

El oferente al presentar Oferta Pública de Adquisición deberá presentar garantías bancarias suficientes de poseer las cantidades dinerarias necesarias en caso de que el pago se haya de realizar en efectivo y no en valores.

#### Art...- Presentación de la oferta.

Toda persona física o jurídica que esté obligada a formular una oferta pública de adquisición o que vaya a formular una oferta pública deberá presentar solicitud por escrito dentro de los tres meses siguientes al haber alcanzado la participación de control, suscrita por el oferente al C.N.V.

Esta solicitud deberá contener de forma clara y pormenorizada las características de la oferta. A este escrito de solicitud se deberá acompañar prospecto explicativo de la oferta, que será dirigido al mercado para su información.

Una vez presentada la oferta al C.N.V. este podrá solicitar que se complete la información proporcionada.

#### Art...- Contenido del prospecto.

El prospecto debe contener información tendente a informar a los posibles destinatarios de la oferta.

El C.N.V. podrá ordenar que se complete o aclare la información que considere ambigua o incompleta.

#### Art...- Autorización de la Oferta Pública de Adquisición.

Una vez presentada Oferta Pública de Adquisición, el C.N.V. podrá denegarla o aceptarla en resolución motivada con base a criterios jurídicos y económicos.

Una vez autorizada la Oferta Pública de Adquisición y notificada al oferente por parte del C.N.V., este tiene la obligación de publicarlo en plazo de 7 días.

#### Art...- Irrevocabilidad de la Oferta Pública de Adquisición.

Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables desde la presentación de la oferta sin que existan causas de desistimiento válidas.

Las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición de ninguna clase.

Art...- Deber de pasividad.

Los accionistas y gerente general de la sociedad afectada una vez aceptada la Oferta Pública de Adquisición por parte de la C.N.V. están obligados a no realizar conductas de ninguna clase que pudieran afectar el desarrollo de la misma salvo autorización de la totalidad de los accionistas de la sociedad afectada.

DISPOSICIÓN FINAL.- La presente ley reformativa entrará en vigor con su publicación en el Registro Oficial.

El hecho de que esta teórica regulación de la OPA en el Ecuador se haya encuadrado en el texto de la Ley de Mercado de Valores vigente obedece principalmente al hecho de que la OPA afecta a acciones de sociedades anónimas que se encuentren inscritas para su negociación en mercados secundarios por tanto objeto de la regulación de la mencionada ley. Adicionalmente se deberá añadir en el Artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores vigente dentro de las atribuciones del C.N.V. un décimo sexto numeral que en su tenor literal contendrá el siguiente texto: “Regular todo lo referente a la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición”. Y dentro de las atribuciones de la Superintendencia de Compañías del Artículo 431 de la Ley de Compañías el vigilar el respeto de la legalidad.

La modificación de la Ley de Mercado de Valores propuesta requerirá la adopción de ciertas reformas complementarias que permitan su aplicación eficaz, las cuales se mencionan a continuación.

En primer lugar se propone modificar dentro de la Ley de Compañías vigente el Art. 207, añadiendo como noveno derecho de los accionistas estipulados el de informar al Consejo Nacional de Valores sobre cualquier irregularidad o lesión

en desenvolvimiento del proceso de toma de control mediante Oferta Pública de Adquisición.

### **3.3 Propuesta de regulación por parte de los organismos**

Una vez analizadas las leyes y reglamentos que pudieran tener injerencia en caso de una posible incorporación de la OPA al mercado ecuatoriano, resulta necesario realizar ciertos ajustes que aún siendo mínimos complementarían el desarrollo legal de esta figura.

Actualmente, existe un proyecto de reforma a la Ley de Mercado de Valores próximo a enviarse a la Asamblea Nacional donde se incluye normativa de OPA, por lo que a continuación se expresa de acuerdo a esta tesis, el acuerdo o desacuerdo con la futurible regulación de OPA proporcionada amablemente por uno de sus redactores, el Dr. Juan Isaac Lovato, con fines exclusivamente académicos e investigativos de este trabajo.

**“Art. 207. Concepto.-** Es la oferta pública efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones o bonos convertibles en acciones, o ambos, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar su toma de control.

Para la aplicación de lo previsto en este Título, se entenderá como toma de control a la capacidad de dirigir las actividades de determinada sociedad, ya sea directa e indirectamente, a través de la posesión o representación en el capital de la misma.

Cuando en este Título se haga referencia a acciones como objeto de la oferta pública, se entenderá también a los bonos convertibles en acciones.



Las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones quedarán sujetas, en relación con esas ofertas, a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías y Valores.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 107)

El concepto dado en este punto, no comparte la línea planteada por ésta tesis ya que habilita en sentido general a personas naturales y jurídicas. Este proyecto de OPA, adopta claramente el régimen de OPA *a priori* de toma de control en clara contraposición a la línea de pensamiento de esta tesis tal como se puntualizará oportunamente más adelante.

**“Art. 208. Ofertas públicas obligatorias de adquisición de acciones.-**

Deben someterse al procedimiento de oferta pública contemplado en este Título, las adquisiciones de acciones o bonos convertibles en acciones que permitan tomar el control de una sociedad, en un solo acto o en actos sucesivos, o que permitan a una persona o grupo de personas adquirir directa o indirectamente una participación significativa de las acciones con derecho a voto en una determinada compañía.

La participación significativa es aquella que permite por sí sola la toma de decisiones en la administración de la compañía.

La Junta de Regulación del Mercado de Valores regulará otros casos que deben someterse a oferta pública obligatoria de adquisición de acciones, entre las cuales constará la oferta pública de adquisición (OPA), de acciones por exclusión de negociación.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 107)

En este punto, la redacción de esta tesis no concuerda con el articulado propuesto ya que toma como presupuesto para la OPA el concepto de participación significativa para el control efectivo de la sociedad, dicho control es asimilable al Artículo 192 de la Ley de Mercado de Valores que en el texto de reforma propuesto por esta tesis se busca eliminar para remplazarlo por un

inequívoco porcentaje del treinta por ciento del paquete accionario que en concreto se sustenta en la realidad general de las sociedades anónimas ecuatorianas. No hay que olvidar que los porcentajes de acciones necesarios para la toma de decisiones de la sociedad pueden ser regulados en el contrato social de éstas, aún siendo relativamente pequeños, pero el miedo de los accionistas a perder capacidad de decisión les hace mantener los grandes porcentajes de acciones del momento fundacional de las compañías y que sean reacios a difuminarlos. Esto suele cambiar en las grandes empresas del mercado, que son las que suele cotizar en las bolsas de valores y que hacen buena ingeniería societaria y mantienen el control sin porcentajes demasiado grandes de acciones.

Dicho esto, de cara a la OPA se justifica el establecimiento de un umbral mínimo de control en el treinta por ciento de acciones por considerar que es adecuado para demostrar voluntad clara de tomar el control de una sociedad ya que éste suele requerir un despliegue económico que no tiene otro fin que tomar el timón de la sociedad afectada. La determinación del treinta por ciento de acciones como umbral de control responde parafraseando a Iñigo Gómez-Jordana Moya a una presunción legal de posición de control. Esta presunción es incuestionable en sociedades que no tengan accionistas significativos con porcentajes accionariales mayores al tres por ciento. (Delgado, J. 2010. pp. 60)

Sobre la Junta de Regulación del Mercado de Valores y para lo pertinente, decir que éste órgano es de futura creación y no existe en éste momento en la Ley vigente. Esto para dar cumplimiento al precepto contenido en el Artículo 208 numeral 10 de la Constitución de la República, por el que los órganos reguladores no pueden ser parte de los órganos de control, como por ejemplo la Superintendencia de Compañías que es la competente para los casos que atañen al tema tratado en esta tesis. La elección de los controladores pasan a ser parte la Función de transparencia y Control Social a través del Consejo de Participación Ciudadana y Control Social. (Constitución de la República del Ecuador. 2008. pp. 67)

**“Art. 209. Prohibición.-** El accionista que haya tomado el control de una sociedad no podrá, dentro de los doce meses contados desde la fecha de esta operación, adquirir acciones de ella a un precio unitario por acción inferior al pagado en la operación de toma de control.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 107)

El presente punto, si bien no considerado en la reforma legal propuesta en este capítulo, resulta adecuada debido a que una adquisición a un precio unitario menor desnaturalizaría la figura de OPA al provocar un desequilibrio entre los derechos de accionistas mayoritarios y minoritarios, pudiendo estos últimos verse afectados económicamente.

La incorporación de un artículo en estos términos es consistente con la determinación de precio equitativo del Artículo 9.1 del Real Decreto 1066/2007 que es resultado de la Directiva de OPAS, por tanto avanzada en la materia y que en su tenor literal dice lo siguiente.

“Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.” (Boletín Oficial del Estado de 28 de Julio.2007. pp.6)

Parafraseando el criterio de Iñigo Gómez-Jordana Moya al respecto de la fijación del precio equitativo, el valor bursátil de una sociedad no está reñido con la posibilidad de que exista una OPA en el futuro, por eso recomienda ponderar la posibilidad de fijar un precio por las acciones de una sociedad que se encuentre en un proceso de OPA para evitar que este se dispare a un valor injustificado lo que conlleva en opinión de este estudiante a especulación, hecho inaceptable en los mercados bursátiles. (Delgado, J. 2010. pp. 74-75)

**“Art. 210. Limitación de negociaciones.-** Si dentro del plazo de treinta días anteriores a la vigencia de la oferta, el oferente directa o indirectamente, hubiera adquirido las mismas acciones comprendidas en la oferta, en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en ésta, los accionistas que le hubieren vendido antes de la oferta pública de adquisición, tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate.

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir acciones objeto de la oferta, sino a través del procedimiento establecido en este Título.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 108)

En este artículo se evidencia claramente el hecho de que el texto propuesto a la Asamblea Nacional contiene un régimen de OPA *a priori*, del cual esta tesis hace mención en su capítulo segundo, dicho régimen ha sido abandonado en Europa pero sigue siendo utilizado en países como Chile y Colombia. La línea ideológica de la presente tesis desaconseja fuertemente el uso de la OPA *a priori* debido a que este supuesto, parafraseando al Profesor Tapia Hermida era el método previo para adquirir el control de la sociedad afectada, a través de lo cual la OPA pierde fuerza y sentido como herramienta efectiva de toma de control societario supeditando que la OPA siga adelante, a la voluntad de los accionistas de enajenar o no los valores de su propiedad. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 166)

La OPA *a priori* activa un procedimiento de autorización que conlleva recursos humanos y económicos donde cabe siempre la posibilidad de que estos esfuerzos lleguen a buen puerto.

Por el contrario, el régimen de OPAS *a posteriori* si bien no obliga al accionista a vender sus acciones, hecho impensable y hasta ridículo, parte de la realidad

tangible de tener el treinta por ciento del paquete accionario de la sociedad, para solo a partir de ese momento disparar el procedimiento de Ley establecido y a través de este proponiendo al accionista de la sociedad afectada precio claramente atractivo muy superior al valor de mercado que se pagaría en el mercado por esas acciones. El que el régimen propuesto por la OPA *a posteriori* le da al oferente la posibilidad de tentar la toma de control desde dentro de la sociedad afectada al ser ya parte los accionistas de ésta elevando así las posibilidades más reales de que su OPA alcance su objetivo.

**“Art. 213. Obligación de información.-** El órgano de control autorizará la OPA una vez cumplidos los requisitos establecidos en esta Ley.

La Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general, establecerá el procedimiento para la autorización de una OPA, su desarrollo, culminación, mecanismo de transferencia de las acciones, y normas conexas.

En el caso de que el órgano de control detecte que no se cumplieron las disposiciones relativas a la oferta pública de adquisición, o que en ella se hayan transgredido disposiciones de esta Ley y demás normas complementarias, dispondrá la suspensión o cancelación de la misma.”

(Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 109)

El hecho de que se contemple la obligación de información al órgano de control es complemento de la protección a los accionistas en referencia a la igualdad en el trato de estos, según el criterio de Marta García Mandaloniz, que el autor de esta tesis comparte y que además acertadamente adopta el texto que ha de ser presentado en la Asamblea Nacional, la difusión generalizada de una exigente información es garantía de igualdad de trato. De hecho la Profesora García Mandaloniz va más allá, y dice que la información debe ser compartida con trabajadores y sus representantes de acuerdo a la ley. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 72)

La mencionada obligación de información se articula en la legislación española en dos momentos claramente marcados, en primer lugar al momento de presentar la oferta de OPA, en segundo lugar al presentar el llamado folleto que en la redacción de esta tesis se ha dado en denominar prospecto. Siendo la diferencia entre estos documentos según Sebastián Albella Amigo que, la oferta o anuncio como él la denomina, el que contiene datos suficientes sobre los aspectos esenciales de la OPA como datos del oferente completos, el valor total de la oferta y hacia quien se dirige con el objetivo de asegurar integridad en el proceso de negociación, mientras que el folleto ha de contener una gran variedad de aspectos jurídicos, técnicos, económicos y financieros que el Art. 18 del Real Decreto 1066/2007 en el caso español lista en cerca de setenta más toda la información que el oferente considere oportuna o que le sea solicitada por el órgano de control en ejercicio de sus competencias. (Delgado, J. 2010. pp. 60)

**“Art. 215. Ofertas competidoras.-** Durante la vigencia de una oferta pública de adquisición de acciones, podrán presentarse otras ofertas públicas de adquisición de acciones respecto de las mismas acciones a que se refieren las disposiciones anteriores.

Estas ofertas públicas de adquisición de acciones se regirán por las normas de este Título y aquellas que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 110)

Antes de opinar sobre la regulación de la OPA competidora propuesta por el Dr. Juan Isaac Lovato, cabe definirla por ser un término no adoptado en esta tesis anteriormente. Según el Profesor Luis de Carlos Bertrán este tipo de OPA se entiende como aquella que afecta valores sobre los que ya se haya presentado oferta y que no se haya autorizado. (Delgado, J. 2010. pp.99)

Si bien frente a una OPA ha de regir el deber de pasividad de los administradores que se toma en cuenta en el artículo siguiente como regla

general, ha de tomarse en cuenta como excepción el supuesto de OPA competidora, único en el cuál se puede tomar medidas defensivas, de éstas existe una sola que se podrá emprender sin autorización de los accionistas de la sociedad y son denominados como caballeros blancos o *white knights* y consiste según la Profesora García Mandaloniz en buscar un segundo y amistoso oferente con el que los accionistas mayoritarios y administradores tienen relaciones cercanas de colaboración. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 79-81)

Ahora bien, en este punto resulta adecuado el pensar el por qué se permite esta excepción, siendo el motivo que el hecho de la aparición de un segundo oferente provoca una situación favorable para los accionistas que ven como la oferta económica del primer oferente es mayor que si existiese un solo procedimiento de OPA.

Existe también otro tipo de medidas defensivas frente a una OPA, pero que a diferencia del caballero blanco requiere de autorización de los accionistas de la sociedad, se trata de las denominadas píldoras venenosas o *poison pills*, que no son más que cláusulas estatutarias incluidas en el contrato social de la sociedad y que prohíben directamente la posibilidad de transferir acciones en caso de que se presentase una OPA o bien la dificultan, ejemplo de esto es la inclusión de una cláusula que estipule que en situación de OPA los accionistas independientemente de la cantidad de acciones que posean su voto se contará como uno sobre la aceptación de la oferta, esto se conoce como acciones doradas. (Aguirre, M. 2007. pp. 86-87)

Otras medidas de defensa contra la OPA utilizadas suelen ser los así llamados paracaídas dorados o la denominada tierra quemada. La primera consiste en que los administradores tengan estipuladas altísimas compensaciones económicas en caso de ser removidos prematuramente de sus cargos, mientras que la medida de tierra quemada consiste en que la sociedad quemada liquide sus grandes activos o se deshaga de las grandes fuentes de

ingresos que la hacen atractiva a los potenciales oferentes intentando así persuadirlos de presentar una OPA (Aguirre, M. 2007. pp.85)

Por tanto se encuentra adecuado el regular la posibilidad de múltiples OPAS competidoras sobre las mismas acciones de una sociedad, conectándolas a regulación de órgano encargado siempre en defensa de los accionistas.

**“Art. 216. Restricciones y obligaciones para las compañías cuyas acciones son objeto de ofertas públicas de adquisición.-** Como resultado del anuncio de una oferta pública de adquisición de acciones, tanto la sociedad cuyas acciones son objeto de la misma, como los miembros de su directorio, representantes legales, apoderados y altos ejecutivos con capacidad de toma de decisiones en la empresa, según corresponda, no podrán, durante toda la vigencia de dicha oferta, adquirir esas acciones o resolver la creación de sociedades filiales, fusiones, escisiones y otras actividades que mediante regulación determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores.” (Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 110)

Este punto acertadamente toma en cuenta el deber de pasividad de la mano del criterio de la Directiva de OPAs europea y está en total sintonía con el articulado que esta tesis propone. Este deber de pasividad existe desde el antecedente de británico de regulación de OPA mencionado el capítulo uno de esta tesis como *passivity rule* con el fin de evitar que la oferta sea bloqueada o afectada por la intervención de los administradores de la sociedad ya que solo los accionistas han de valorar la OPA sin que para esto interfieran terceros. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 79)

El hecho de que los administradores busquen defender la sociedad de una posible OPA obedece a la protección de sus propias prebendas y beneficios propios de su condición, es evidente que si la OPA prospera y es aceptada por los accionistas el oferente tendrá el poder de libre decisión sobre la remoción y designación de nuevos administradores, es por eso que la normativa de OPA



ha de estipular el deber de pasividad de administradores para evitar conflicto entre los intereses de éstos con los de los accionistas.

Parafraseando sobre el tema, la opinión del Profesor Javier Juste Mencía el deber de pasividad o también llamado de abstención es una manifestación concreta de lealtad hacia la sociedad en caso de situación del posible conflicto que provoca un proceso de OPA. Es claro que la actuación de los administradores en sentido negativo perjudica al oferente pero por sobre todo a los accionistas en un negocio que les pudiese resultar beneficioso ya que no hay mejor criterio sobre lo beneficiosa que puede ser la OPA que la del accionista de la sociedad afectada. (Delgado, J. 2010. pp.171-172)

Resulta evidente que en condiciones normales los administradores deban buscar siempre la protección de los intereses de la sociedad y por tanto de sus socios con la mayor diligencia posible, pero con la existencia de una OPA se puede decir que nace por llamarlo de alguna manera, un deber de no perturbar la oferta. (Delgado, J. 2010. pp.72)

**“Art. 217. Irrevocabilidad.-** Las ofertas públicas de adquisición de acciones serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, la persona natural o jurídica que efectúe la oferta pública de adquisición de acciones podrá contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las que se incluirán en forma clara y destacada tanto en el aviso como en la circular de oferta pública de adquisición, definidos en la Ley y en las disposiciones que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Sin perjuicio de lo expuesto, las ofertas públicas de adquisición sólo podrán modificarse durante su vigencia para mejorar el precio ofrecido o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. Cualquier incremento en el precio favorecerá también a quienes hubieren aceptado la oferta de adquisición en su precio inicial.”  
(Ministerio de Coordinación de la Política Económica. 2011. pp. 110)

La irrevocabilidad en lo referente a la OPA tiende a completar el abanico de seguridades de la figura de la OPA, garantizando en un primer momento que no se use esta figura para desestabilizar a la sociedad afectada y al mercado y que el oferente solo recurra a este instrumento de toma de control teniendo seguridad de poder frente a la OPA. Adicionalmente, este punto deja abierta la posibilidad de que se modifique la oferta solo en lo que le sea beneficioso al accionista de la sociedad afectada siendo esto adecuadamente tomado en cuenta en caso de la adopción de la OPA en el Ecuador por asegurar la fiabilidad y seriedad del oferente al presentar su oferta, este punto también fue tomado en cuenta por la legislación española del Real Decreto 1066/2007 la cual en su Artículo 30.1 y como regla general dice que:

“Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables desde el anuncio público a que se refiere el artículo 16, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este real decreto.”(...) (Boletín Oficial del Estado de 28 de Julio.2007. pp.15)

Este artículo se encuentra en directa relación con el Artículo 31.1 del mismo cuerpo legal en cuanto acepta como única excepción a la regla de irrevocabilidad el supuesto siguiente:

“Se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, ya porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.”(...) (Boletín Oficial del Estado de 28 de Julio.2007. pp.15)

De los artículos apenas citados se desprende que un cambio arbitrario de la oferta por parte del oferente produciría afectación a los accionistas de la sociedad afectada, de ahí la necesidad de solo permitir cambios beneficiosos hacia ellos.

**“Art...- De la garantía.-** Deberá constituirse una garantía por un porcentaje del monto total de la oferta, que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general, la misma que puede consistir en dinero o en valores emitidos o por emitirse. Esta garantía quedará en custodia de una institución financiera o de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.” (Lovato, J. 2013. pp. 04)

Esta disposición completa lo tomado en cuenta por el proyecto de reforma de la Ley de Mercado de Valores de este capítulo en tanto determina obligación de constituir garantía bien en dinero o en valores en depósito, dotando a la OPA de otro nivel de seguridad.

La necesidad de garantizar la obligación que deriva de la formulación de una OPA es de tal importancia que es considerado en la Directiva de OPAs en su Artículo 3 como principio general en la materia, del cual extrayendo lo pertinente dice que la oferta de contraprestación en efectivo se deberá garantizar y acreditar ante la entidad reguladora con todas las medidas razonables para garantizar su cumplimiento. Tal hecho ha sido considerado en el texto propositivo de esta tesis. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 430)

Parafraseando al criterio de Agustín Madrid Parra en una operación de tal calado como la OPA no resulta ni por asomo aceptable que ésta se frustre por la falta de cumplimiento de la oferta económica del oferente por lo que esta garantía ha de presentarse en momento mismo de la presentación de la oferta. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 430-431)

El sistema de garantías previsto busca en primer lugar si cabe, apuntalar aún más la posición del inversor y dotarle de un sentido más amplio de seguridad

de cara a beneficiarse de las herramientas que proporciona el Mercado de Valores y en segundo lugar, el que las garantías sean dotadas de la seguridad jurídica y práctica que otorga la fe pública.

**“Art...- De las excepciones.-** No procederá una oferta pública de adquisición de forma obligatoria en los siguientes casos:

1. Por el ejercicio del derecho de preferencia;
2. La adquisición por oferta pública primaria;
3. Por efecto de un contrato de prenda, si el acreedor es una institución del sistema financiero;
4. Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital por capitalización de cuentas patrimoniales;
5. Las que provengan de casos de fusión;
6. Las adquisiciones por causa de muerte;
7. Las enajenaciones forzadas;
8. Las acciones o bonos convertibles en acciones registrados en el Registro Especial Bursátil REB; y,
9. En otros casos que establezca la Junta de Regulación mediante norma de carácter general.” (Lovato, J. 2013. pp. 04)

Como se dijo anteriormente y con apego a la línea conceptual de esta tesis el umbral de control como regla general ha de fijarse en un treinta por ciento del paquete accionario de la sociedad, ahora bien, no es descabellado ni contrario a la solidez normativa de la OPA, que su regulación prevea ciertas excepciones.

En el caso español se prevé excepción a la obligación de formular OPA cuando un accionista si bien superando el treinta por ciento de acciones estipuladas, pongamos por ejemplo un treinta y cinco por ciento, se encuentra con la situación de que existe otro accionista con igual número de acciones, destruyendo así la presunción de toma de control por haber alcanzado el umbral de control. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 210)

Sobre este punto, decir que el texto del artículo correspondiente resulta adecuado por tomar en cuenta circunstancias que pueden darse y a su vez afectar a la estabilidad de la OPA y de hecho forzar una OPA a accionistas que en ningún momento buscaron el uso de esta figura.

En todo caso, el procedimiento de dispensa de formular una OPA ha de estar supeditado en cuanto a forma y plazos a lo dispuesto por el órgano competente que de acuerdo a esta propuesta de normativa, sería la Junta de Regulación del Mercado de Valores con la finalidad de evitar conductas que resulten en fraudes.

**“Art...- Prohibiciones.-**

1. No podrán ser destinatarios de la OPA las sociedades o personas que pertenezcan al mismo grupo económico del ofertante;
2. El oferente no podrá disponer o realizar operaciones con valores de la compañía cuyos valores se pretende adquirir, durante la vigencia de la OPA
3. Los intermediarios autorizados deberán abstenerse de participar en operaciones que se realicen con infracción a las normas de las OPA; y,
4. La compañía cuyas acciones se pretenden adquirir, deberá abstenerse durante la vigencia de la OPA de realizar cualquier acto fuera del giro de su negocio, cuya consecuencia sea afectar el desarrollo y éxito de la OPA.” (Lovato, J. 2013. pp. 05)

Para terminar este análisis, el último punto de esta propuesta reformativa toma en cuenta una serie de prohibiciones que pasa por alto la propuesta hecha por esta tesis y con ello cierra el cerco de seguridad de la OPA, estipulando prohibiciones que se entiende persiguen el objetivo de cerrar la puerta a conflictos de intereses o acciones que debiliten la normal y serena llevanza de un proceso de OPA.

En lo referente a las prohibiciones el tantas veces citado Real Decreto 1066/2007 en su Artículo 8 determina taxativamente los supuesto en los que no se podrá activar el procedimiento de OPA, que buscan parafraseando según el Profesor Tapia Hermida proteger al accionista en casos que existan intereses ajenos a él. (Beneyto y Rincón, 2009, pp. 210)

Una vez terminado la presente confrontación entre lo propuesto por esta tesis y el texto de reforma a la Ley de Mercado de Valores, la línea de redacción propuesta observa que el proyecto de Ley que se enviará a la Asamblea Nacional adopta el régimen de OPAs *a priori*, que conforme a lo expresado en este capítulo en líneas anteriores no se compadece con los años de experiencia que sobre la materia tienen las legislaciones europeas.

Esto previsiblemente provocaría a futuro una necesidad de reforma sobre el sistema de OPA en el Ecuador.

Esta tesis encuentra otro punto de divergencia sobre el concepto que se le da al control y el cual abre la puerta a la OPA por considerar que el concepto actual de la Ley de Mercado de Valores es subjetivo y permite interpretaciones equivocadas cosa que no permite el establecimiento de un porcentaje taxativo.

Ahora bien, ambos textos contienen puntos de acuerdo, y son aquellos referentes al espectro de protección al accionista y búsqueda de seguridad de la OPA de cara al mercado, de estos el regular la oferta competidora no fue tomado en cuenta pero es aceptada y recomendada por adecuada y por

responder a las necesidades de una regulación completa y moderna en los términos antes expresados.

Otros puntos en que concuerdan ambos textos son el deber de pasividad de los administradores, la garantía y la irrevocabilidad de la oferta. Sobre los dos últimos cabe acotar que la propuesta proporcionada por el Dr. Juan Isaac Lovato completa la de esta tesis. Sobre la garantía se observa que es recomendable no solo el que garantice la contraprestación en efectivo si no aquella dada en valores. Sobre la segunda, no solo es adecuado si no necesario el prever que solo serán aceptables cambios en beneficio de los accionistas.

Sobre excepciones a la obligación de formular OPA y sus prohibiciones, las cuales con carácter general esta tesis no hace referencia, de su lectura resultan funcionales de cara a la prevención de inequidades y malos usos de esta figura por lo que son aceptadas de buen grado.

## CAPITULO IV

### **4. Conclusiones y recomendaciones**

Una vez desarrollados los puntos listados en los capítulos anteriores a continuación se procede a enumerar las conclusiones obtenidas a través de un estudio de derecho comparado de la figura de la OPA en el que se ha tomado en cuenta sus orígenes, el por qué de su utilización y evolución normativa hasta la actualidad, procurando exponer como distintas legislaciones regulan la OPA atendiendo a la especificidad de su realidad en ámbito de las tomas de control societario.

En éste capítulo se ha visto adecuado incluir las recomendaciones que a juicio del autor de esta tesis resultarían útiles de cara a la implementación de la OPA en el Ecuador.

#### **4.1 Conclusiones**

Del análisis realizado entre legislaciones en la materia más o menos cercanas a la ecuatoriana, la base conceptual de la OPA y los principios relacionados a ella se obtienen las conclusiones listadas en las líneas inmediatamente siguientes.

##### **4.1.1 Generales**

La instauración de un régimen legal que adopte a la OPA como método de toma de control societario en el Ecuador es factible por no encontrarse norma de rango alguno que de forma directa o indirecta cierre de cuajo esta posibilidad, es más, se encuentra en la Constitución de la República y en la Ley de Mercado de Valores vigentes, terreno de cultivo de tipo legal que permitirían que la OPA sea incluida sin que esto implique un cambio de sentido traumático para nuestro medio.



La OPA en el Ecuador deberá forzosamente ser *a posteriori* para alinearse con la vanguardia en la materia, ya que el caso contrario de OPA *a priori* se empieza el procedimiento legal sin tener control efectivo de la sociedad lo cual debilita la OPA de cara a sus efectos.

Una vez adoptado un régimen de OPAs ecuatoriano, se deberá hacer especial hincapié en la definición del umbral de control necesario para activar el procedimiento de OPA, huyendo del tenor literal del Artículo 192 de la Ley de Mercado de Valores por ser laxo y poco preciso, asunto que fue expuesto en el capítulo primero de esta tesis en referencia a la inconveniencia de dejar como concepto de control societario el que ostenten las personas que tienen el poder de influir en forma determinante en las decisiones de la sociedad o que son capaces de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y pueden elegir a la mayoría de los directores o administradores. De cara a la OPA este concepto tal y como está, permitiría que la obligación de iniciar un procedimiento de OPA se debilite, dejando como único arbitro que pudiese determinar esta obligación al órgano de control societario. Permitiendo veladamente que se pudiese saltar la obligación de formular OPA, ventana que cierra definitivamente el imponer un porcentaje cuantitativo como el del treinta por ciento, el cual es muy claro y tangible para determinar esta obligación.

#### **4.1.2 Específicas**

La regulación de OPA debe proteger el trato igualitario de los accionistas de la sociedad afectada y los derechos de los mismos.

Se deberá mantener en todo momento durante la vigencia de la OPA un flujo de información constante sobre todos los aspectos con injerencia en ésta entre el órgano de control y el oferente.

El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada debe respetarse en la OPA para salvaguardar el poder de decisión de los accionistas sin que para esto interfieran voluntades ajenas a ellos.

Para el mantenimiento del sentido de seguridad necesario para el mercado de valores y sus herramientas, la OPA ha de ser irrevocable una vez presentada para no alterar innecesariamente el funcionamiento normal de la sociedad afectada.

La activación de un procedimiento de OPA por parte de un oferente no ha de cerrar la posibilidad que sobre las mismas acciones realice otra oferta un segundo oferente.

El oferente deberá presentar las garantías sobre su propuesta de pago como requisito previo para realizar una OPA, una garantía tangible sea en dinero o en valores. Con el establecimiento de estas garantías le da al inversor un sentido de confianza ya que este siente que en caso de formar parte de una sociedad que ésta en algún momento se vea sometida a una OPA, sus derechos serán tomados en cuenta y salvaguardados por el órgano de control competente en la materia. Tal protección se extiende tanto a los intereses económicos del accionista como en la independencia que éste ha de tener en la toma de decisión sobre la OPA.

## **4.2 Recomendaciones**

Este estudiante para finalizar su estudio de factibilidad de la OPA en el Ecuador entiende útil realizar las siguientes recomendaciones para completar el universo normativo de la OPA como forma de toma de control.

Se ha de dotar al órgano de control de herramientas efectivas y rápidas que permitan un control claro, directo y sin dilaciones del procedimiento de la OPA.

En caso de que potenciales sociedades afectadas o los accionistas de éstas quisiesen bloquear de forma absoluta la posibilidad de ser sometidos a una OPA, estos podrán adoptar mecanismos de defensa para tales efectos, estos podrán ser de carácter estatutario contenidos en los estatutos de la compañía.

Se recomienda finalmente que los conceptos de esta tesis por haber sido expuestos de manera fundamentada, sean tomados en cuenta y se reforme la Ley de Mercado de Valores tal como se propone de forma clara, simple y ordenada en procura de equiparar la legislación nacional a legislaciones que han experimentado con la figura de la OPA de cuyo caminar se puede obtener beneficios para los inversores, también en la Ley de Compañías se deben realizar reformas, esto para contar con la base legal suficiente para el desenvolvimiento de la OPA en Ecuador que es necesario se implemente en concordancia con el ámbito societario.

## REFERENCIAS

- Aguirre, M. (2007). *La toma de control de las sociedades en los mecanismos de mercado de valores*. Repositorio de la Universidad Andina Simón Bolívar recuperado el 05 de Febrero de 2013 de <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/11110/1/T0560-MDE-Aguirre-%20La%20toma%20de%20control%20de%20las%20sociedades%20en%20los%20mecanismos.pdf>.
- Beneyto, J. y Rincón, A. (2009). *Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición*. España: Editorial Bosch.
- Boletín Oficial del Estado de 13 de Abril. (2007). *Ley 6/2007 de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Recuperado el 13 de Noviembre de 2012 de <http://www.boe.es/boe/dias/2007/04/13/pdfs/A16260-16270.pdf>.
- Boletín Oficial del Estado de 28 de Julio. (2007). *Real decreto 1066/2007 de 27 de Julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*. Recuperado el 12 de Diciembre de 2012 de <http://boe.es/boe/dias/2007/07/28/pdfs/A32829-32852.pdf>.
- Boletín Oficial del Estado de 27 de Diciembre de 1989. (1989). REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de Diciembre, Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Recuperado 17 de Diciembre de 2012 de <http://boe.es/boe/dias/1989/12/27/pdfs/A40012-40034.pdf>.
- Delgado, J. (2010). *La nueva normativa de OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor*. España: Thomson Reuters (Legal).
- Decreto 1941.(2006). *Sobre las Ofertas Públicas de Adquisición de Ministerio de Hacienda*. Recuperado el 27 de Diciembre de 2012 de <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/regulacionfinanciera/InformacionHistorica/2006/DEC%20-1941-06.pdf>.

Diario Oficial de la Unión Europea de 29 de Enero. (2004). *Reglamento (CE) n. 139/2004 del Consejo*. Recuperado el 07 de Noviembre de 2012 de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:024:0001:0022:ES:PDF>.

Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de Enero . (2004). *Directiva 2004/25/CE del Parlamento y del Consejo*. Recuperado el 03 de Octubre de 2012 de <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:ES:PDF>.

Forigua, J.(2008) *Ofertas públicas de adquisición de valores: el nuevo régimen de Oferta pública de adquisición en Colombia*. Revista de Derecho Privado de Universidad de los Andes. Colombia.

García de Enterría, J. (1996) *La OPA obligatoria*. Madrid – España: Civitas

Girón Tena, J. (1989). *Las reformas varias, pendientes y andantes, de la sociedad anónima en España*. En Beneyto, J. y Rincón. *Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición*. pp 105 - 106. Editorial Bosch.

Gitman, L. y Joehnk, M.(2005). *Fundamentos de inversión*. Madrid – España: Pearson Educación.

Ministerio de Coordinación de la Política Económica. (2011). Proyecto Ley de Mercado de Valores. Recuperado el 04 de Abril de 2013 de <http://www.camaradecomercioamericana.org/Borrador%20Proyecto%20Ley%20Mercado%20de%20Valores%20MCPE.pdf>

Morles, A. (2001). *Oferta Pública de adquisición*. Caracas – Venezuela: Universidad Católica Andrés Bello.

Morles, A. (2001). *Oferta Pública de adquisición* en García de Enterría, J. *La OPA obligatoria*. (pp. 28-29). Madrid- España: Civitas.

- Lazén V. y Sepúlveda A. (2004) *Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAs*. Chile. Superintendencia de Valores y Seguros.
- Ley 19.705 de 20 de Diciembre. (2000). *Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (OPAS) y establece el régimen de gobiernos corporativos*. Recuperado el 26 de Diciembre de 2012 de <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=179295&buscar=19.705>.
- Lovato, J.(2012). *Apuntes de la clase de Mercado de Valores*. (Tomados por Christian Cacciani). Quito - Ecuador.
- Lovato, J.(2005). *La oferta pública de adquisición (OPA) en el Ecuador*. Revista iberoamericana de mercados de valores. 61 -66.
- Lovato, J.(2013). *Proyecto de reforma a la Ley de Mercado de Valores*. Recuperado el 30 de Enero de 2013 de <https://dub120.mail.live.com/default.aspx?id=64855#n=722718684&fid=&st=jlovato%40lovatoabogados.com>.
- Registro Oficial 084 del 14 de Diciembre.1998.Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores. Recuperado el 27 de Enero de 2011 de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/reglamento-general-a-la-ley-de-mercado-de-valores/1106221950563bdedf55e494409489f05ef1966d8373\\_reglamento.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/reglamento-general-a-la-ley-de-mercado-de-valores/1106221950563bdedf55e494409489f05ef1966d8373_reglamento.pdf).
- Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de Febrero. (2006) *Ley de Mercado de Valores*. Recuperado el 22 de Diciembre de 2012 de [http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd\\_supercias/descargas/mv/Ley\\_MV.pdf](http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd_supercias/descargas/mv/Ley_MV.pdf).