

# “OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN COSTA RICA”

*Licda. Ana Elena Castillo Chaves  
Especialista en Derecho Comercial*

## ÍNDICE

### INTRODUCCIÓN

#### **CAPÍTULO PRIMERO**

##### ASPECTOS GENERALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

- I. Definición y Naturaleza Jurídica  
Definición  
Régimen y Naturaleza Jurídica
- II. Regulación de las OPAS
- III. Elementos  
Elementos Subjetivos  
Elementos Objetivos
- IV. Modalidades de Ofertas Públicas de Adquisición

#### **CAPÍTULO SEGUNDO**

##### PROCEDIMIENTO DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

- I. Procedimiento

#### **CAPÍTULO TERCERO**

##### LA NOCIÓN DE CONTROL

- El Control de las Sociedades
- El Control en Costa Rica

#### **CAPÍTULO CUARTO**

##### CASO ARCELOR MITTAL

- Caso Arcelor Mittal
- OPAS en Costa Rica

### CONCLUSIÓN

### BIBLIOGRAFÍA

## INTRODUCCIÓN

El derecho es un fenómeno cambiante y flexible que, continuamente, debe adaptarse a la realidad y los cambios sociales. En este desarrollo constante, los hombres de negocios han ideado mecanismos que les permiten aumentar el tamaño de sus empresas u obtener el control de las sociedades.

Dentro de estos mecanismos encontramos las adquisiciones, fusiones y otros mecanismos de concentración empresarial, los cuales cada día son más comunes en nuestro medio. Las ofertas públicas de adquisición, constituyen un mecanismo más de toma de control, que el Derecho, específicamente el Derecho Bursátil se ha preocupado de regular dada su trascendencia en el ámbito jurídico, financiero y bursátil.

En términos generales, la oferta pública de adquisición consiste en un procedimiento por el cual una persona, física o jurídica, anuncia públicamente a los accionistas de una sociedad, cuyo capital se encuentra admitido a cotización en una bolsa de valores, su interés de adquirir sus acciones, durante un tiempo determinado y por un precio determinado.

El crecimiento de estos fenómenos de concentración empresarial, así como el aumento de la inversión extranjera en nuestro país, han contribuido a la regulación de las ofertas públicas de adquisición en nuestro país. Si bien, este instrumento de toma de control, en el ámbito internacional data de

varias décadas, en Costa Rica, no es sino hasta la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, número 7732, en el año 1990, que se entra a regular esta figura.

Como veremos en el desarrollo del presente trabajo, las ofertas públicas de adquisición son una figura poco desarrollada en nuestro ordenamiento jurídico dado lo reducido del Mercado de Valores costarricense, en comparación con los mercados sofisticados, lo cual constituye, precisamente, la hipótesis propuesta en esta investigación.

Para la prueba de la hipótesis planteada, el objetivo general de este trabajo consiste en sentar las bases para entender el concepto de las ofertas públicas de adquisición, para posteriormente entrar al análisis de sus aspectos prácticos en el medio costarricense.

Asimismo, como objetivos específicos se proponen los siguientes: i) Estudiar el concepto y la naturaleza jurídica de las ofertas públicas de adquisición; ii) Estudiar las partes que participan dentro de una oferta pública de adquisición; iii) Estudiar los elementos que conforman las ofertas públicas de adquisición; iv) Reseñar las modalidades o tipos de ofertas públicas de adquisición; v) Analizar el procedimiento establecido en nuestro ordenamiento jurídico para el desarrollo de una oferta pública de adquisición; vi) Delimitar la noción de control en el derecho mercantil costarricense y vii) Estudiar un caso práctico de una Oferta Pública de Adquisición en un mercado desarrollado.

La metodología utilizada consiste en el método hipotético deductivo y el método analítico descriptivo. El primero basado en el planteamiento de una hipótesis como consecuencia de los datos y conceptos estudiados y el segundo basado en el análisis de los diferentes institutos que conforman la oferta pública de adquisición.

Para desarrollar los objetivos, anteriormente planteados, en el presente trabajo analizaremos las nociones fundamentales de las Ofertas Públicas de Adquisición, para lo cual en un primer capítulo se estudiarán algunos aspectos generales que nos permitan un mejor entendimiento de esta figura. En el segundo capítulo, se analizará el procedimiento legal y reglamentario establecido por el Ordenamiento Jurídico costarricense para la celebración de una oferta pública de adquisición. En el tercer capítulo, se hará un análisis del concepto de control en el derecho societario a efectos de intentar determinar la noción de control en nuestro Ordenamiento Jurídico. Finalmente en el cuarto capítulo se analizará un caso práctico de una oferta pública de adquisición.

De esta manera, con el presente trabajo se procura establecer un planteamiento general de las nociones fundamentales que caracterizan a las ofertas públicas de adquisición, de modo que constituya un pequeño aporte para el estudio de esta figura, que ha sido poco desarrollada en nuestro

medio y que, sin embargo, su utilidad práctica en el comercio internacional es ampliamente rescatable.

## CAPÍTULO PRIMERO

### ASPECTOS GENERALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DEFINICIÓN Y NATURALEZA JURÍDICA

#### Definición

De manera preliminar, podemos decir que las ofertas públicas de adquisición (en adelante “OPAS”) consisten en un procedimiento por el cual una persona, física o jurídica, anuncia públicamente a los accionistas de una sociedad, cuyo capital se encuentra admitido a cotización en una bolsa de valores, su interés de adquirir sus acciones, durante un tiempo determinado y por un precio determinado.

En palabras del autor Hernández Aguilar, las ofertas públicas de adquisición *“constituyen una operación del mercado de valores mediante la cual una persona ofrece la adquisición, durante un plazo determinado, de las acciones de una sociedad con el capital cotizado en bolsa a un precio superior al del mercado.”*<sup>1</sup>

Por su parte, en el Glosario de la Bolsa de Valores de Madrid, encontramos la siguiente definición: *“La OPA es una operación que se realiza en el mercado de valores, a través de*

1 HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Derecho Bursátil: Mercado de Valores. Tomo I. San José, Costa Rica: IJSA, 2002. P.310

la que una sociedad expresa públicamente su deseo de adquirir una parte o la totalidad de los títulos de una compañía que cotiza en bolsa. La operación va dirigida a todos aquellos que posean acciones de la compañía, a los que se ofrece un precio determinado de adquisición para cada uno de los títulos. El objetivo de la OPA es la toma de control de la sociedad objeto de la oferta.”<sup>2</sup>

En este mismo sentido, la Superintendencia General de Valores, en su página oficial propone la siguiente definición: “Oferta pública de compra de acciones de una sociedad cuyo capital se encuentra inscrito en bolsa. La regulación de estas ofertas tiene el objetivo de impedir la discriminación de los inversionistas minoritarios a través de una serie de procedimientos que garantizarán una distribución equitativa de la prima de control (sobrepeso que el comprador está dispuesto a pagar por adquirir el control de la empresa) entre todos los inversionistas que desean vender sus acciones en el momento de la toma de control.”<sup>3</sup>

Según el autor Cachón Blanco las OPAS son “mecanismos de apelación pública al mercado de valores y en particular, a los accionistas de

una sociedad cotizada, para que vendan sus valores a la entidad que formula la oferta, con la finalidad de obtener o reforzar el control de la citada sociedad.”<sup>4</sup>

Las Dirección de Asesoría Legal de la Bolsa Nacional de Valores, en su dictamen AL-099-01, definió las OPAS de la siguiente manera: “Las ofertas públicas de adquisición (OPAs) han sido formuladas primordialmente para controlar y ordenar el proceso de la toma de control que se produce, al adquirir una sociedad, el poder sobre otra empresa de su interés. Toma de control que se instrumenta por medio de la adquisición de acciones en el mercado de valores. Las ofertas públicas de adquisición constituyen mecanismos específicos de toma de control de una sociedad cotizada, a través de la adquisición de un determinado porcentaje de acciones, atendiendo principalmente a la protección de los intereses de los accionistas no mayoritarios de la sociedad afectada”.<sup>5</sup>

En el derecho anglosajón, se les conoce a las OPAS bajo la denominación de *takeover bids*, que consisten en “... una invitación publicitada de compra de acciones a los accionistas de sociedades abiertas...”<sup>6</sup> En palabras más sencillas, podemos decir que una takeover

<sup>2</sup> <http://www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/o.asp>

<sup>3</sup> <http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html>

<sup>4</sup> CACHÓN BLANCO, José Enrique. Derecho del Mercado de Valores. Madrid, España: Editorial Dykinson, 1992. P. 303. Citado por COLE HERNÁNDEZ, María José. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica: San José, Costa Rica, 1999. P. 22

<sup>5</sup> Bolsa Nacional de Valores, Dirección de Asesoría Legal. Dictamen AL-099 -01 2001. Tomado de <http://www.bnv.co.cr/documentos/dictamenesLegales/2001/AL-099-01%20OFERTAS%20PUBLICAS%20DE%20ADQUISICION.doc>.

<sup>6</sup> BOLLINI SHAW, Carlos y GOFFAN, Mario. Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles. Buenos Aires, Argentina: Abeledo-Perrot, 1995. P. 151. Citado por COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 24

bid consiste en “una oferta para comprar suficientes acciones de una compañía para adquirir la mayoría accionaria.”<sup>7</sup>

En términos generales, puede concluirse que la mayor parte de las definiciones de qué es una oferta pública de adquisición, la relacionan con el concepto de toma de control de una sociedad, concepto que analizaremos con mayor detenimiento en un capítulo posterior.

De las anteriores definiciones, podemos concluir que son tres los elementos característicos de una oferta pública de adquisición:<sup>8</sup>

1. La publicidad de la oferta, en el sentido de que el anuncio de la oferta se debe hacer público.
2. La generalidad de la oferta, en tanto esta debe dirigirse a todos los accionistas de la sociedad afectada.
3. La finalidad de obtener o reforzar el control de la sociedad, elemento que se analizará con mayor detenimiento en un apartado posterior.

Nuestro legislador no establece un concepto de oferta pública de adquisición, sino que se limita a señalar su ámbito de aplicación, remitiéndonos al Reglamento de Oferta Pública de Valores. De esta forma en el artículo 37 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (en adelante la “LRMV”) se establece:

<sup>7</sup> <http://www.wisegeeek.com/what-is-a-takeover-bid.htm>

<sup>8</sup> Cf. COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 23

“Quien pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, un volumen de acciones u otros valores de una sociedad inscrita en Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y alcanzar así una participación significativa en el capital social, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los tenedores de acciones de esta sociedad. La Superintendencia reglamentará las condiciones de las ofertas públicas de adquisición en los siguientes aspectos por lo menos:

- a) La participación considerada significativa para efectos de las ofertas públicas de adquisición.
- b) Las reglas y los plazos de cómputo del porcentaje de participación señalado, de acuerdo con las participaciones directas o indirectas.
- c) Los términos en que la oferta será irrevocable o podrá someterse a condición y las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente.
- d) La modalidad de control administrativo a cargo de la Superintendencia y, en general, el procedimiento por el cual se realizarán las ofertas públicas de adquisición.
- e) Las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta.

- f) *El régimen de las posibles ofertas competidoras.*
- g) *Las reglas de prorrateo, si fueren pertinentes.*
- h) *El precio mínimo al que debe efectuarse la oferta pública de adquisición.*
- i) *Las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público y los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.”*

Por su parte el artículo 77 del Reglamento de Oferta Pública de Valores (en adelante “ROPV”) establece que: *“Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir a título oneroso, acciones de una sociedad cuyo capital esté autorizado para oferta pública y admitido a negociación en una bolsa de valores, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o la adquisición de acciones, y que le permita alcanzar una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de esos valores, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 80 de este Reglamento, deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este Título.”*

De las disposiciones anteriores, podemos extraer cinco elementos que deben estar presentes en una OPA, según la legislación costarricense:

Existencia de un oferente, al indicarse *“toda persona física o jurídica que pretenda adquirir”*.

Que la adquisición vaya a ser a título oneroso, es decir que el oferente deba pagar un precio por las acciones que desea adquirir.

Que el capital de la sociedad se cotee en bolsa.

Que la oferta tenga por objeto alcanzar una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad.

La oferta debe dirigirse a la totalidad de tenedores de acciones de la sociedad objetivo.

#### **Régimen Jurídico y Naturaleza Jurídica**

El régimen jurídico de las OPAS responde a dos objetivos distintos, resultado de que en él confluyen intereses regulados tanto por el derecho de sociedades como por el derecho bursátil: la protección del accionista y la protección al inversionista. Por un lado, se busca proteger a los accionistas asegurando a los accionistas minoritarios su participación en la distribución de la prima de control, que en palabras sencillas corresponde al precio que paga el oferente por la adquisición del control de la sociedad; y, por otro, se busca premiar al ahorrante que ha invertido en acciones, protegiendo de este modo la confianza del público en el mercado de valores.<sup>9</sup>

Las OPAS son un fenómeno de concentración empresarial, que, como vimos, inciden en dos ámbitos jurídicos: el Derecho de Sociedades y el Derecho del Mercado de Valores. Sin embargo, según el autor Tapia

Hermida, el régimen jurídico de las OPAS, en tanto operaciones bursátiles, corresponde al derecho bursátil, por cuanto la sociedad afectada por la OPA es una sociedad cotizada.<sup>10</sup>

Para entender la naturaleza jurídica de las ofertas públicas de adquisición es necesario atender a la finalidad de esta figura. La posición dominante en la doctrina, como vimos anteriormente, sostiene que la finalidad primordial de las OPAS consiste en obtener o reforzar el control de una sociedad. Sin embargo, algunos autores, entre ellos, Cole Hernández, sostienen que no siempre la obtención del control, será la finalidad perseguida por una OPA, sino que existen finalidades específicas dependiendo del tipo de OPA que se pretenda llevar a cabo,<sup>11</sup> como por ejemplo la OPA por modificación de estatutos y la OPA de exclusión, reguladas en los artículos 78 y 111 del ROPV, respectivamente.

La oferta por modificación de estatutos es la oferta pública de adquisición que debe realizar aquel accionista titular de un volumen de acciones que representen más del cincuenta por ciento del capital social, cuando pretenda por primera vez desde que adquirió ese porcentaje, modificar los estatutos de la sociedad.

En el caso de la OPA de exclusión, la oferta es promovida por la propia sociedad para obtener así la exclusión de la negociación de sus acciones en bolsa.

Ahora, si bien las OPAS pueden tener distinta finalidad, se enmarcan siempre dentro del tráfico bursátil y, en palabras llanas, consisten en una oferta de compra de acciones que vinculará al oferente desde el momento en que es aceptada por sus destinatarios. De modo que, su naturaleza jurídica, en primera instancia, descansa en la autonomía unilateral generadora de obligaciones.

Atendiendo a la teoría general de los contratos, podemos ubicar la OPA como una especie de *precontrato*, concebido como una *promesa de compra o de adquisición*, por virtud de la cual una empresa se compromete a adquirir aquellos valores cuyos titulares manifiesten su aceptación dentro de un plazo preestablecido. Como característica propia de este tipo de actos jurídicos, la perfección de las compraventas se produce a partir del momento en que se producen las respectivas aceptaciones, siendo en este instante cuando se produce la traslación del dominio sobre los títulos.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> TAPIA HERMIDA. Derecho del Mercado de Valores. P. 251. Citado por HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Ob. Cit. P. 310

<sup>11</sup> Cf. COLE HERNÁNDEZ. Ob. Cit. P. 34

<sup>12</sup> Cf. Bolsa Nacional de Valores, Dirección de Asesoría Legal. Ob. Cit.

<sup>9</sup> Cf. HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Ob. Cit. P. 313.

## REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

Partiendo de que el objetivo principal de una OPA es la adquisición del control de una sociedad, entiéndase de una sociedad cotizada en bolsa, se considera que uno de los objetivos principales de la regulación de las ofertas públicas de adquisición es asegurar el principio de igualdad de trato de todos los accionistas destinatarios de la oferta, especialmente a fin de proteger a los accionistas minoritarios.

Para entender el régimen legal de las OPAS, resulta necesario diferenciar los tipos de intereses que confluyen en las modernas sociedades anónimas cotizadas:<sup>13</sup>

1. El interés social, que corresponde al interés de la propia sociedad en el éxito de sus negocios y, en consecuencia, la consecución de su objeto social. Para ello debe atenderse a los proyectos productivos o comerciales en los que está comprometida la sociedad.
2. El interés de los gestores o administradores de la sociedad, que en tesis de principio debe coincidir con el interés social, pero que en la práctica también encierra el interés de los administradores de perpetuar sus cargos dentro de la sociedad.

3. El interés de los accionistas, el cual generalmente adquiere distintos matices, según se trate de accionistas mayoritarios o minoritarios. Los primeros tienen intereses tanto políticos como económicos, políticos en tanto inciden en la dirección de la sociedad mediante la designación de los administradores y económicos en cuanto, evidentemente, también procuran su participación en los dividendos. Los accionistas minoritarios, son en tesis de principio, meros inversores que valoran sus acciones como una simple inversión.

Precisamente, la existencia de este conflicto de intereses dentro de las sociedades cotizadas ha sido reconocido por los ordenamientos jurídicos de mercados sofisticados en procura de establecer claramente las reglas del juego dentro de un procedimiento de oferta pública de adquisición, de modo que los intereses de las partes involucradas no sean atropellados, especialmente respecto de los accionistas minoritarios, quienes son los que se encuentran en una posición más débil dentro de esta ecuación.

Cabe destacar que, además del principio de igualdad, en general, a las OPAS les resultan aplicables los principios fundamentales del mercado de valores, tales como el principio de información, el principio de transparencia y el principio de publicidad.

Principios Generales que fundamentan la normativa jurídica en materia de OPA

Los principios generales del moderno mercado de valores, fundamentan el marco jurídico de regulación de las OPAS y en particular los siguientes:<sup>14</sup>

1. Principio de Protección a los Ahorrantes: Se busca establecer un esquema de garantías, publicidad y seguridad que evite la lesión de los intereses legítimos de los accionistas de la sociedad afectada, a través del control de estas operaciones por parte de la entidad reguladora, que en nuestro país corresponde a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Cabe destacar que uno de los principales objetivos de la regulación de OPAS es precisamente, proteger al accionista minoritario.<sup>15</sup> En este sentido, podemos citar la siguiente nota de un medio de comunicación en materia de bolsa:

*“Los derechos del accionista minoritario se encuentran resguardados por la ley frente a un proceso de toma de control de la compañía en la que tiene acciones, por cuanto, éste y todos los accionistas de la sociedad, tendrán la posibilidad de vender sus acciones al oferente, y de este modo, recibir la proporción correspondiente del “premio*

*de control” que éste está dispuesto a pagar por acceder al control de esa compañía. De este modo, frente a un nuevo controlador al accionista minoritario se le otorga la posibilidad de decidir si vende todo o parte de sus acciones, recibiendo dentro del precio el “premio de control” correspondiente, o si se mantiene con todo o parte de sus acciones en esa compañía.*

*Lo anterior, siempre en igualdad de condiciones ofrecidas a todos los accionistas de una misma de serie de acciones de la sociedad, ya que uno de los principios fundamentales establecidos por la ley, es el trato igualitario entre los accionistas, lo que significa, una la igualdad de tratamiento para todos y la repartición del “premio de control” entre todos los accionistas de la sociedad al momento de producirse un cambio de control en la compañía, señaló la Superintendencia de Valores y Seguros.”<sup>16</sup>*

2. Principio de Igualdad o *equality of information*: Procura evitar que unos accionistas se vean beneficiados en detrimento de otros, dirigiéndose a todos los accionistas en igualdad de condiciones (o mediante un mecanismo de prorrateo que beneficia precisamente al pequeño accionista).

<sup>13</sup> Cf. HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Ob. Cit. P. 314.

<sup>14</sup> Cf. Bolsa Nacional de Valores. Asesoría Legal. Ob. Cit.

<sup>15</sup> Sobre este tema se puede consultar la Directiva 2004/25/CE de la Unión Europea que establece: “Cuando una persona física o jurídica posea, tras una adquisición hecha por sí misma o por personas que actúen de concierto con ella, valores de una sociedad que le confieran un porcentaje determinado de derechos de voto en esta sociedad y le otorguen el control de esta sociedad, los Estados miembros velarán por que esta persona esté obligada a presentar una oferta con el fin de proteger a los accionistas minoritarios de dicha sociedad.”

<sup>16</sup> [http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=bolsa&id\\_reg=478991](http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=bolsa&id_reg=478991)

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

4. Principio de Transparencia o *full disclosure*: El mecanismo de la OPA evita que estas operaciones tengan lugar sin conocimiento por parte del mercado de valores en general, como sucedería a través de operaciones directas y sucesivas u otros procedimientos. Debe asegurarse una información amplia y completa que permita a los accionistas, en tanto que destinatarios de la oferta, tomar una decisión fundada sobre sus valores cuando se vean confrontados a una operación de toma de control de la sociedad a la que pertenece.

Una manifestación de la aplicación de estos principios la encontramos en la Directiva Comunitaria de la Unión Europea 2004/25/CE, que entre los principios que promueve establece:

*“Los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:*

- *todos los titulares de valores de la sociedad afectada deberán recibir un trato equivalente; si una persona adquiere el control de una sociedad, los demás titulares deben ser protegidos;*
- *los destinatarios de la oferta deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una*

*decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y los centros de actividad de la sociedad;*

- *el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá actuar en interés de la sociedad en su conjunto y no podrá denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;*
- *no deberán crearse falsos mercados para los valores de la sociedad afectada, la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;*
- *un oferente no deberá anunciar una oferta hasta después de haber garantizado que puede proporcionar enteramente la contraprestación en efectivo, si se ofreció tal contraprestación, y después de haber adoptado todas las medidas razonables para garantizar el suministro de cualquier otro tipo de contraprestación;*
- *la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.”<sup>17</sup>*

<sup>17</sup> [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/businesses/company\\_law/l26012a\\_es.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/businesses/company_law/l26012a_es.htm)

### **Etapas de las Ofertas Públicas de Adquisición**

De acuerdo con Cachón Blanco, las Ofertas Públicas de Adquisición tienen cuatro etapas en su preparación y desarrollo, las cuales se detallan a continuación:<sup>18</sup>

1. Fase Preparatoria: La entidad oferente, toma la decisión de formular una oferta pública de adquisición.
2. Fase de Formulación de la oferta: Comprende la presentación, difusión y desarrollo de las OPAS.
3. Fase de Defensa por parte de la sociedad afectada por la oferta: Esta fase puede ir precedida de medidas de protección o defensas previas a la existencia de una OPA.
4. Fase de Ejecución o Liquidación de la Oferta Pública de Adquisición: Esta comprende la ejecución de las operaciones bursátiles de compraventa entre el oferente y los accionistas que aceptan la oferta y se efectúa a través de los procedimientos bursátiles ordinarios.

Estas cuatro etapas se encuentran reguladas, en mayor o menor medida, por los diferentes cuerpos normativos reguladores de las OPAS en los diferentes ordenamientos jurídicos.

### **Marco Regulatorio de las OPAS en Costa Rica**

En este apartado haremos referencia a las disposiciones, que de forma general, regulan las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores costarricense, haciendo la aclaración de que la parte procedimental será estudiada en un capítulo posterior.

El artículo 36 de la LRMV dispone que:

*“Quien pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, un volumen de acciones u otros valores de una sociedad inscrita en Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y alcanzar así una participación significativa en el capital social, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los tenedores de acciones de esta sociedad. La Superintendencia reglamentará las condiciones de las ofertas públicas de adquisición en los siguientes aspectos por lo menos:*

- a) *La participación considerada significativa para efectos de las ofertas públicas de adquisición.*
- b) *Las reglas y los plazos de cómputo del porcentaje de participación señalado, de acuerdo con las participaciones directas o indirectas.*
- c) *Los términos en que la oferta será irrevocable o podrá someterse a condición*

<sup>18</sup> CACHON BLANCO, José Enrique. Ob. Cit. Citado por Bolsa Nacional de Valores, Dirección de Asesoría Legal. Ob. Cit.

y las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente.

d) La modalidad de control administrativo a cargo de la Superintendencia y, en general, el procedimiento por el cual se realizarán las ofertas públicas de adquisición.

e) Las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta.

f) El régimen de las posibles ofertas competidoras.

g) Las reglas de prorrateo, si fueren pertinentes.

h) El precio mínimo al que debe efectuarse la oferta pública de adquisición.

i) Las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público y los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.”

En caso de que no se siga el procedimiento de OPA, según lo establecido en el artículo 36 transcrito anteriormente, la ley establece como consecuencia la imposibilidad de ejercer los derechos de voto y la nulidad de los acuerdos tomados en esas circunstancias:

“Artículo 37: Quien adquiera el volumen de acciones y alcance el porcentaje de participación referido en el artículo anterior, sin haber promovido la oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos de voto derivados de las acciones así adquiridas. Además, los acuerdos adoptados con su participación serán nulos.”

Igualmente el artículo 38 de la LRMV señala que quien adquiera un volumen de acciones que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones de una sociedad inscrita en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y representen más del cincuenta por ciento (50%) del total de los votos de los socios de la sociedad emisora, sin seguir el procedimiento de OPA no podrá modificar los estatutos de la sociedad, salvo lo expresamente permitido por la SUGIVAL.

Por su parte el artículo 38 de la citada ley, exige que la OPA cuando sea voluntaria, deba dirigirse a la totalidad de titulares de acciones de la sociedad afectada.

Como se desprende del artículo 36, la regulación de las OPAS se haría vía reglamento. El Reglamento de Oferta Pública de Valores es el cuerpo normativo que, en su Título V, regula las ofertas públicas de adquisición.

En relación con el ámbito de aplicación de las OPAS el ROPV establece los siguientes supuestos, dentro de los cuales debe presentarse una OPA:

- Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir a título oneroso, acciones de una sociedad cuyo capital esté autorizado para oferta pública y admitido a negociación en una bolsa de valores, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o la adquisición

de acciones, y que le permita alcanzar una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de esos valores deberá promover una oferta pública de adquisición.

- En caso de reducción de capital de una sociedad que se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones, deberá de una oferta pública de adquisición.
- Toda persona física o jurídica titular de acciones que representen más del cincuenta por ciento (50%) de los votos de una empresa cuyas acciones se encuentren autorizadas para oferta pública, que pretenda por primera vez desde que hubiera alcanzado ese porcentaje, modificar cláusulas de los estatutos de la sociedad en las que se hayan acordado derechos en beneficio de los accionistas minoritarios, estará obligada a promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto del capital social.

Como punto fundamental establece los porcentajes de participación significativa, a partir de los cuales resulta necesario realizar el procedimiento de OPA:

“Se entenderá por participación significativa aquella que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital en circulación y con derecho a voto de la sociedad afectada.

Cuando el oferente pretenda alcanzar una participación igual o superior al veinticinco

por ciento (25%), pero inferior o igual al cincuenta por ciento (50%), la oferta deberá realizarse sobre una cantidad de valores que represente como mínimo el diez por ciento (10%) del capital de la sociedad afectada.

Cuando el oferente pretenda alcanzar una participación superior al cincuenta por ciento (50%), la oferta deberá realizarse sobre una cantidad de valores que le permita al adquirente alcanzar, al menos, el setenta y cinco por ciento (75%) del capital de la sociedad afectada.”

Para efectos de realizar el cómputo de participaciones de modo que se pueda determinar cuando una persona va a sobrepasar el umbral del 25% el ROPV establece las siguientes reglas:

“Se considerarán poseídas por una misma persona física o jurídica las acciones u otros valores pertenecientes a un mismo grupo de interés económico, así como las acciones u otros valores poseídos por las demás personas que actúen en nombre propio, pero por cuenta o en forma concertada con aquélla. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que actúan por cuenta o en forma concertada con aquélla los miembros de su órgano de administración.

Para efectos del cómputo de la participación se considerarán tanto las acciones que se posean a título de dominio, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.

En el caso de valores que den derecho a

*la suscripción o adquisición de acciones o convertibles en acciones, al capital social poseído se sumará el capital teórico al que potencialmente den derecho tales valores y al total de acciones en circulación se sumará el capital teórico máximo a que pueda dar lugar el conjunto de dichos valores; excluyéndose del cómputo aquellos valores que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones ya existentes.”*

El artículo 79 establece los casos de excepción en los cuales no es necesaria la celebración de una OPA:

- Adquisiciones que se produzcan como consecuencia de un contrato de suscripción en firme o en garantía, siempre y cuando el suscriptor venda cualquier porcentaje que posea igual o superior al veinticinco (25%) en el plazo máximo de seis meses contados a partir de la ejecución del contrato de suscripción.
- Redistribución de valores ya poseídos entre los miembros de un mismo grupo de interés económico.
- Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de las acciones.
- Programas u otros mecanismos de recompras de acciones.

El artículo 82 del ROPV, establece que la oferta deberá dirigirse a los titulares de todas las acciones de la sociedad afectada con derecho a voto y a los titulares de todos los

derechos de adquisición o suscripción de acciones con derecho a voto, así como los titulares de bonos convertibles en acciones con derecho a voto.

Por su parte, el artículo 83 dispone que la contraprestación ofrecida podrá consistir en dinero en efectivo o acciones de otra sociedad, debiendo asegurarse la igualdad de trato de los valores que se encuentran en iguales circunstancias.

La OPA debe ser garantizada por el Oferente mediante la constitución de garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que resulten de la oferta, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 84 del ROPV. En el caso de contraprestación en dinero, las garantías podrán constituirse en dinero o mediante aval a satisfacción de la Superintendencia, siempre que éste cubra el cien por ciento (100%) de la oferta. En el caso de canje de acciones, la garantía se constituirá mediante el depósito de éstas ante una entidad de custodia autorizada

Según el artículo 85 del ROPV la oferta pública de adquisición estará sujeta a la autorización previa de la SUGEVAl, para lo cual debe seguirse el procedimiento que analizaremos más adelante.

## ELEMENTOS

### Elementos Subjetivos

En el procedimiento de oferta pública de adquisición, generalmente participan dos

sujetos principales: el oferente y los titulares de los valores de la sociedad afectada.

El **Oferente** puede ser cualquier persona física o jurídica, que de conformidad con el artículo 77 del ROPV pretenda adquirir, a título oneroso, una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de esos valores, según los parámetros establecidos en el Reglamento. Es decir, el oferente puede ser cualquier persona, física o jurídica que se encuentre en alguno de los supuestos indicados por la normativa vigente como presupuesto para la presentación de una OPA.

Asimismo, como veremos más adelante, el ROPV exige que el oferente presente toda la información necesaria para su identificación al momento de presentar la OPA, incluyendo información del grupo económico al que pertenece si es del caso.

La otra parte esencial de la oferta pública de adquisición son los **titulares de las acciones**, pues es a estos a quienes va dirigida la oferta y, por lo tanto son ellos quienes deben aceptarla o no. No debe confundirse que la oferta va dirigida a los accionistas y no a la sociedad afectada.

En el proceso de OPA intervienen o pueden intervenir otros sujetos, tales como la **Superintendencia General de Valores**, quien de conformidad con lo establecido en el reglamento es el ente responsable de autorizar las ofertas.

Adicionalmente la **sociedad afectada** participa en el proceso de OPA, entre otras cosas comunicando a sus accionistas la existencia de una oferta. Asimismo, los administradores de la sociedad afectada también se involucran en el proceso, quienes, como veremos, tienen varias obligaciones, tanto de carácter pasivo como activo. Así por ejemplo, por un lado el órgano de administración debe abstenerse de realizar operaciones fuera del giro ordinario de los negocios que puedan entorpecer la oferta, y por otro, deben rendir un informe sobre la valoración de las ofertas presentadas (artículos 96 y 95 del ROPV, respectivamente).

Por último, además del primer oferente pueden intervenir en un proceso de OPA otros **oferentes competidores**, quienes se encuentran sujetos a las mismas regulaciones y deben cumplir los mismos requisitos establecidos en el ROPV, que el primer oferente.

### Elementos Objetivos

En la formulación de una OPA, podemos destacar los siguientes elementos esenciales:

- Valores a los que va dirigido la oferta: Los valores a los que va dirigida la oferta, se acuerdo con lo establecido en el artículo 82 del ROPV pueden ser acciones de la sociedad afectada con derecho a voto, o bien derechos de adquisición o suscripción de acciones con derecho a voto, bonos

convertibles en acciones con derecho a voto o en general, cualquier valor que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o la adquisición de acciones con derecho a voto de la sociedad afectada, que evidentemente debe ser una sociedad cuyo capital esté autorizado para oferta pública y admitido a negociación en una bolsa de valores.

- **Contraprestación:** La contraprestación ofrecida, de conformidad con el artículo 83 del ROPV, puede consistir en dinero en efectivo o acciones de otra sociedad. La Contraprestación generalmente consiste en un precio mayor al precio de mercado de las acciones que se pretenda adquirir, pues se considera que esta incluye una especie de sobreprecio o premio, denominado prima de control, que es el precio que el oferente debe pagar por obtener el control de la sociedad.<sup>19</sup>
- **Garantía:** Como veremos cuando estudiemos el procedimiento de OPA, las OPAS constituyen un compromiso irrevocable por parte del oferente, por lo que, generalmente, no se admite su desistimiento o modificación, salvo en los casos expresamente autorizados por la normativa. Por esta razón, suele exigirse al oferente la constitución de una garantía suficiente que garantice el cumplimiento de su compromiso. La garantía puede

ser de variada naturaleza, atendiendo al tipo de contraprestación ofrecida. Así por ejemplo, en nuestra regulación, el artículo 84 del ROPV requiere que la garantía consista en dinero o aval para el caso de la contraprestación en dinero y, cuando la contraprestación consista en acciones se exige el depósito de éstas ante una entidad de custodia autorizada.

#### MODALIDADES DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

En la práctica existen diversos tipos o modalidades de ofertas públicas de adquisición, a continuación se expone algunos de los criterios de clasificación más utilizados.<sup>20</sup>

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

Siguiendo a García de Enterría<sup>21</sup>, la gran mayoría de las Opas suelen presentar elementos de ambos tipos, en el sentido de que tanto la operación puramente amistosa, en la que falta cualquier tipo de presión más o menos encubierta, como la absolutamente hostil, en la que no hay línea de comunicación alguna entre las dos partes, son supuestos extremos difíciles de encontrar en estado puro. Con frecuencia, también, adquisiciones que empiezan presentando notas de clara hostilidad se convierten con el tiempo en operaciones negociadas de carácter amistoso, que acaban realizándose con el apoyo y respaldo de los órganos gestores de la sociedad afectada.

En palabras sencillas, podemos decir que una OPA hostil se define como un intento de compra de otra empresa sin haber recibido el visto bueno y el acuerdo de la alta dirección de la empresa que se quiere comprar.<sup>22</sup>

En relación con las OPAS hostiles, resulta necesario hacer una breve referencia al tema de las llamadas **medidas anti-OPA:**

Cuando una empresa es objeto de una oferta pública de adquisición de carácter hostil, puede defenderse utilizando algunas estrategias.

Esta serie de estrategias se conocen como Medidas Anti-OPA, que consisten en una serie de acciones cuyo objetivo no es otro que frenar el intento de adquisición.

La aceptación de este tipo de medidas es distinta según el ordenamiento jurídico del que se trate. Así por ejemplo en los Estados Unidos estas medidas son ampliamente utilizadas y aceptadas, mientras que en algunos países de Europa la aplicación de estas medidas es limitada.

Así por ejemplo, en España el artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores, limita la aplicación de estas medidas, en los siguientes términos: *“Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas”*<sup>23</sup>, y en particular antes de iniciar

<sup>19</sup> Cf. HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Ob. Cit. P. 316

<sup>20</sup> DE CARDENAS SMITH, Carlos. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Madrid, España: Editorial Civitas, 1993. P.35

<sup>21</sup> GARCIA DE ENTERRIA, Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs, Madrid, España: Civitas Ediciones, S.L., 1999. Pp. 71-72.

<sup>22</sup> <http://www.elblogsalmon.com/entorno/como-se-define-opa-hostil>

<sup>23</sup> Esta medida de buscar otra oferta se conoce como “Caballero Blanco” o “White Knight”. Por ejemplo, mientras que un “caballero negro” representa a la sociedad que lanza una OPA hostil, el “caballero blanco” es la imagen de una tercera sociedad que evita que la empresa afectada sea absorbida por el temido “caballero negro” (<http://ciberconta.unizar.es/bolsa/23asp.htm>).

*cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.”*<sup>24</sup>

Por su parte, en el Derecho norteamericano, las sociedades pueden incluir en sus estatutos todas las medidas defensivas que deseen, en caso de presentación de una OPA. Para la implementación de estas medidas lo que se hace es controlar la actuación de los administradores, en caso de presentación de una OPA hostil, a través de los deberes de diligencia y lealtad (fiduciary duties) que les obligan a anteponer los intereses de los accionistas sobre los propios y maximizar el valor de la compañía.

Sobre este punto el autor Alfaro Águila-Real apunta: *“En los Estados Unidos se ha generalizado la inclusión de **blindajes** frente a las OPAS hostiles, en forma de combinación de “píldoras envenenadas” (“poison pills”) y “consejos de renovación escalonada” (“staggered boards”). Las **poison pills** consisten en un derecho de adquisición de acciones a un precio muy inferior a su valor real, que está durmiendo junto a la acción, y que se activa... cuando se presenta una OPA declarada hostil por el Consejo de Administración. Pero el derecho no se atribuye a las acciones poseídas por el oferente hostil... de manera que su participación se diluye en beneficio de los demás accionistas*

*ya que estos ven aumentada su participación proporcional en el capital, si ejercen los derechos de suscripción incorporados a sus acciones, por lo que el efecto de la “píldora” es que la parte de las reservas que pertenece al adquirente hostil pasa a los demás accionistas, a los que tendrá que volver a pagar esa reserva si quiere hacerse con el control de la sociedad.”*<sup>25</sup>

En Costa Rica, si bien no hay norma expresa sobre el tema, podría considerarse que no son admisibles este tipo de medidas, según el artículo 96 del ROPV que establece la obligación de los miembros del órgano de administración, a partir de la notificación de la suspensión y hasta la comunicación de los resultados de las ofertas, de abstenerse de realizar cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o que tenga por objeto perturbar el desarrollo de las ofertas. Sin embargo, esta conclusión es discutible por cuanto la limitación de actuaciones “perturbadoras” se limita al momento indicado en el artículo, sin embargo sería posible que la medida estuviera planteada previamente por ejemplo en los estatutos de la sociedad, caso en el que parece no haber restricción alguna.

Consideramos que este es uno de los temas en que nuestra regulación es insuficiente y sobre los cuales se requiere actualización,

<sup>24</sup> España. Ley del Mercado de Valores No. 24 del 28 de Julio de 1988. En este mismo sentido, el artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE de la Unión Europea.

<sup>25</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús. “El Debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”. Noticias de la Unión Europea. No. 285. España, Octubre 2008. P. 13

pues la utilización de este tipo de medidas es común en otros medios y por lo tanto, no estamos ajenos a que en una OPA futura se quisiera implementar alguna medida de este tipo, por lo que resulta fundamental que nuestra normativa sobre OPAS ofrezca una respuesta clara sobre el tema.

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

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

4. Según su formulación, puede ser **obligatoria** o **voluntaria** para el oferente. La OPA obligatoria se impone necesariamente a quien pretenda adquirir el control de una sociedad bursátil y supone la obligación del oferente de promover una oferta pública de adquisición en idénticas condiciones para todos los accionistas y para la compra de todo el capital social, con sujeción a una serie de requisitos de información. Se puede definir la OPA obligatoria como aquella cuya *“... formulación viene impuesta por la ley para la consecución de un determinado resultado, ya sea para la adquisición de una participación significativa, ya sea para la modificación de los estatutos de la sociedad afectada en determinados supuestos, ya sea como requisito necesario para proceder a la exclusión de la negociación en bolsa de los valores de la sociedad afectada...”*<sup>26</sup>

Por su parte, las OPAS voluntarias “son aquellas que se formulan independientemente de su obligatoriedad, es decir, aún cuando no exista una disposición legal que obligue a ello.”<sup>27</sup>

Ahora bien, cabe destacar que si bien la diferencia entre estas modalidades de OPA radica respecto del carácter voluntario o no de su formulación, lo cierto es que ambas se

<sup>26</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. Ob. Cit. P. 36

<sup>27</sup> COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P.48

encuentran sujetas a los mismos requisitos y regulaciones.<sup>28</sup>

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

De conformidad con el artículo 91 del ROPV toda oferta competidora deberá cumplir con los requisitos establecidos para las OPAS en

general y estarán sujetas al mismo trámite de autorización de la SUGEVAL.

6. OPA por Exclusión: La OPA por exclusión consiste en *"la obligación, por parte de la sociedad cuyo capital esté admitido a negociación en la Bolsa de Valores, de formular una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus accionistas, cuando esta acuerde la exclusión de la negociación de sus acciones en bolsa."*<sup>29</sup>

Sobre esta modalidad de OPA, el artículo 104 del ROPV establece que las sociedades cuyo capital accionario haya sido objeto de una oferta pública de adquisición no podrán desinscribirse durante el plazo de un año contado a partir del cierre de la operación, salvo que presenten una oferta pública de adquisición por exclusión.

De forma similar a la OPA por exclusión, el ROPV establece la obligatoriedad para la sociedad afectada de promover una OPA en caso de reducción de capital social mediante adquisición de acciones propias, según se establece en el artículo 77 del ROPV.

## CAPÍTULO SEGUNDO

### PROCEDIMIENTO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

### PROCEDIMIENTO DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

En el presente capítulo desarrollaremos el procedimiento establecido en el Reglamento de Oferta Pública de Valores, para la formulación de una Oferta Pública de Adquisición, regulado en los artículos 85 a 104 del ROPV:<sup>30</sup>

**Solicitud:** El oferente deberá presentar una solicitud con la siguiente documentación:

1. Folleto explicativo de la oferta, que deberá contener la información indicada en el punto siguiente.
2. En el caso de que la contraprestación ofrecida sean acciones de otra sociedad, deberán presentarse las valoraciones de dicha empresa, realizadas por un perito independiente, y el valor de mercado de las acciones presentado por parte de un puesto de bolsa que no sea del mismo grupo económico de la empresa, cuando esta sea una empresa cotizada en bolsa.
3. Documento que acredite la constitución de la garantía de la oferta.
4. Formato de los anuncios a publicar.

En el caso de que el oferente sea una persona jurídica:

1. Certificación notarial del acuerdo de promover la oferta pública de adquisición adoptado por el órgano competente.
2. Copia certificada de la convocatoria a la asamblea general del órgano competente. Esta convocatoria deberá hacerse mediante comunicación escrita por correo certificado a cada uno de los accionistas.
3. Certificación notarial de la constitución y de las posteriores modificaciones estatutarias.
4. Estados financieros auditados de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo de interés económico, correspondientes al menos, al último ejercicio económico.

**Folleto:** El contenido mínimo del folleto será el siguiente:

1. Información del oferente y la sociedad afectada
  - a. Denominación y domicilio de la sociedad afectada.
  - b. Nombre y domicilio del oferente o, cuando sea persona jurídica, denominación o razón social, domicilio y objeto social.
  - c. Entidades que pertenezcan al mismo grupo de interés económico del oferente, con indicación de la estructura del grupo.

<sup>28</sup> Cf. COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 49

<sup>29</sup> COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 45

<sup>30</sup> Al final de este capítulo se incluye un flujograma que resume el procedimiento de oferta pública de adquisición.

- d. Personas responsables de la información que consta en el folleto.
- e. Valores de la sociedad afectada de los que sea titular directa o indirectamente el oferente, las sociedades de su grupo de interés económico, otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él y, de ser el oferente una persona jurídica, los miembros del consejo de administración, y administradores con indicación de los derechos de voto correspondientes a los valores.
- f. Cuando el oferente sea una persona jurídica, los valores de dicha sociedad en poder de la sociedad afectada.
- g. Acuerdos entre el oferente y el consejo de administración de la sociedad afectada.
- h. Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente, que contendrá como mínimo:
- i. Las actividades principales de la empresa.
- ii. Un análisis de la trayectoria de la empresa en términos de su situación financiera y de los resultados obtenidos en los últimos dos períodos fiscales.
2. Información sobre la oferta
- a. Valores a los que se extiende la oferta.
- b. Contraprestación ofrecida.
- c. Número máximo de valores a los que se extiende la oferta y, en su caso, número de mínimo de valores a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta.
- d. Garantías constituidas por el oferente para la liquidación de la oferta.
3. Elementos formales de procedimiento
- a. Plazo de aceptación de la oferta.
- b. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en que recibirán la contraprestación.
- c. Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que corran a cargo de los destinatarios.
- d. Designación de los puestos de bolsa que actúen por cuenta del oferente.
- El Superintendente deberá adoptar la resolución de autorización o denegación de la oferta en el plazo máximo de diez días hábiles contados a partir de su remisión con todos los requisitos.
  - Suspensión de negociaciones: El Superintendente acordará la suspensión temporal de negociación de los valores afectados por la oferta en forma inmediata a la presentación de la solicitud. Esta suspensión se comunicará como hecho relevante a la bolsa de valores respectiva, para que ésta a su vez la difunda como tal a los participantes del mercado, así como a la sociedad afectada.
  - La suspensión quedará sin efecto al día siguiente de la publicación de los anuncios de oferta pública.
  - Comunicación de presentación de oferta: El órgano de administración de la sociedad afectada deberá comunicar a los accionistas la existencia de una oferta

pública de adquisición autorizada, dentro del plazo máximo de tres días hábiles contados a partir de la comunicación que realice la Superintendencia de conformidad con el Artículo anterior.

- Difusión de la oferta: Dentro del plazo máximo de cinco días hábiles contados a partir de la comunicación de la autorización, el oferente deberá dar difusión pública y general a la oferta. Con tal fin, deberá:
  1. Publicar los anuncios correspondientes en dos periódicos de circulación nacional, dos veces durante el plazo de vigencia de la oferta.
  2. Comunicar y remitir el folleto de la oferta a las bolsas en las que los valores estén admitidos a cotización.
  3. Poner a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, depositándolos como mínimo en las bolsas de valores en las que los valores se negocien, en el domicilio del oferente y en los puestos de bolsa que actúen por cuenta del oferente.
- **OPAS competidoras:** Dentro de los quince días hábiles siguientes a la primera publicación de la oferta podrán presentarse ofertas competidoras.
- Dentro del plazo para presentar ofertas competidoras, el oferente inicial podrá modificar las características de su oferta, siempre que tal modificación implique un

trato más favorable para los destinatarios de la oferta ya sea porque extienda el número de valores a los cuales se dirige o porque mejore la contraprestación ofrecida. El Superintendente autorizará la modificación siempre y cuando se hayan aportado las garantías adicionales que correspondan.

- Vencido el plazo para presentar ofertas competidoras, sin que se hubieren presentado ofertas competidoras, el Superintendente General de Valores lo comunicará al oferente, dentro del plazo de tres días hábiles. Dentro de los cinco días hábiles siguientes a esta comunicación el oferente deberá divulgar nuevamente su oferta.
- **Presentación de Ofertas Definitivas:** En caso de que se hubieren presentado y autorizado ofertas competidoras, dentro del plazo de tres días hábiles contados a partir de la comunicación del acuerdo de autorización de la última de las ofertas competidoras autorizadas, el Superintendente General de Valores convocará a todos los oferentes autorizados para que dentro del plazo que él señale concurren a la Superintendencia a presentar sus ofertas definitivas. Las ofertas públicas de adquisición únicamente podrán modificarse para aumentar el número de valores a los que están dirigidas o para mejorar la contraprestación

- **Autorización de ofertas definitivas:** El Superintendente autorizará las ofertas definitivas que se encuentren debidamente garantizadas y comunicará las autorizaciones otorgadas a la empresa emisora y a la bolsa de valores respectiva, para su divulgación a los participantes del mercado.
- **Divulgación de ofertas definitivas:** Dentro de los cinco días hábiles siguientes a la comunicación de la autorización cada oferente deberá divulgar su oferta definitiva en la misma forma establecida anteriormente. En las publicaciones y folletos deberá incorporarse una leyenda sobre la existencia de ofertas competidoras.
- **Irrevocabilidad de ofertas:** Las ofertas definitivas autorizadas serán irrevocables salvo en el caso de que la eficacia de la oferta se hubiera condicionado a la aceptación por un porcentaje mínimo del capital y éste no se hubiera alcanzado. No obstante, el oferente en fase de liquidación podrá renunciar a la condición y adquirir todos los valores ofrecidos.
- **Informe del órgano de administración:** Dentro de los cinco días hábiles siguientes a la comunicación que realice el Superintendente de las ofertas autorizadas, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá remitir a la Superintendencia y a la bolsa de valores respectiva, un informe detallado con su

opinión sobre las ofertas definitivas que hayan sido autorizadas. En el informe deberá hacerse constar la existencia de cualquier acuerdo entre la sociedad afectada y cualquiera de los oferentes o entre cualquiera de éstos y los miembros del órgano de administración. En ese mismo plazo deberá, también, proceder a su publicación en al menos un diario de circulación nacional y al menos una copia del informe deberá estar disponible para su consulta en el domicilio del emisor.

- **Abstención de actuaciones del órgano de administración:** A partir de la notificación de la suspensión y hasta la comunicación de los resultados de las ofertas, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o que tenga por objeto perturbar el desarrollo de las ofertas.

En particular no podrá:

1. Acordar la emisión de obligaciones.
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por las ofertas con la finalidad de perturbarlas.
3. Enajenar, gravar o arrendar activos de la sociedad cuando puedan perturbar o frustrar las ofertas, excepto cuando se trate de ejecutar acuerdos previos.

- **Aceptación de ofertas:** El plazo para la aceptación de las ofertas definitivas será

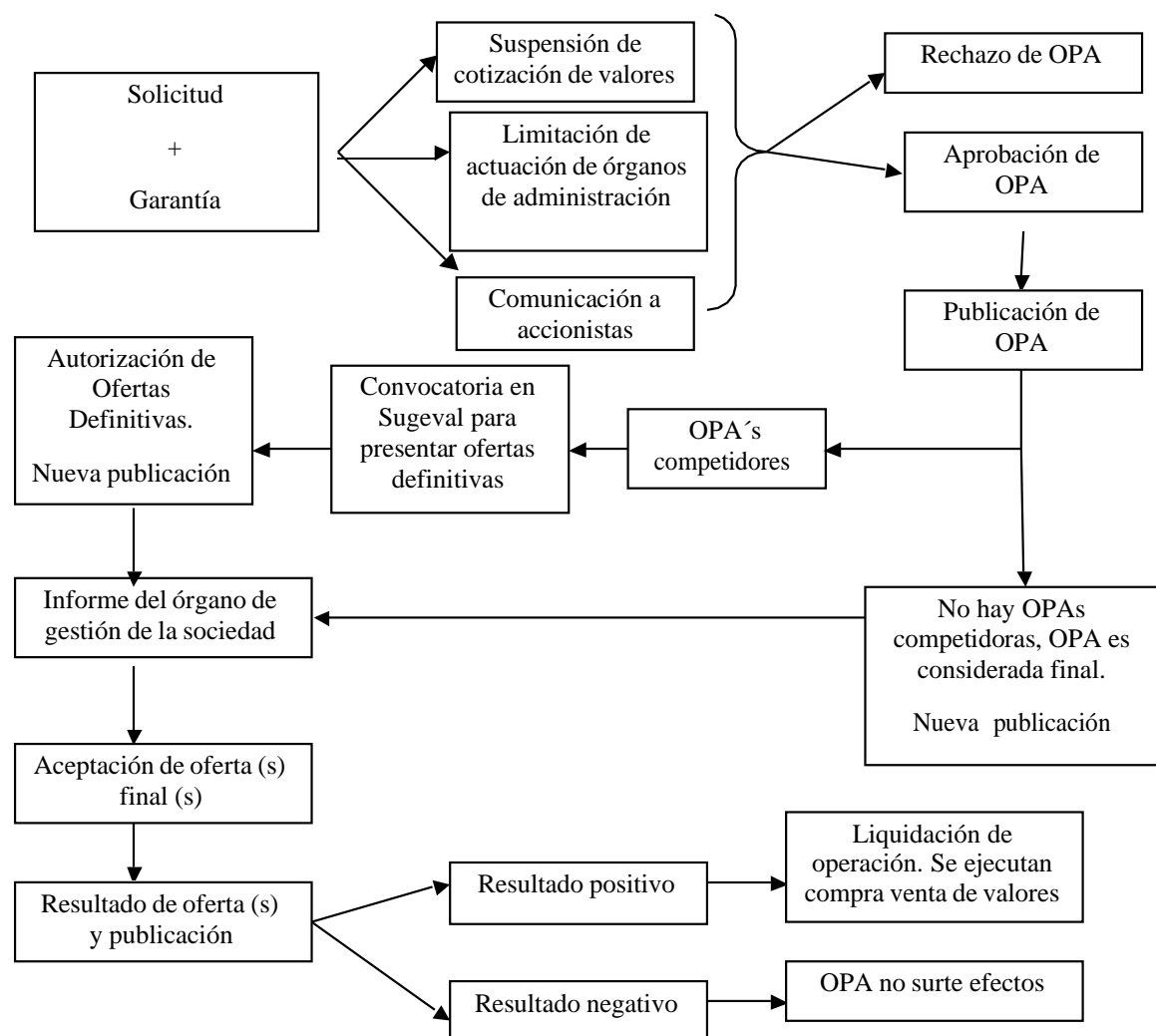
de quince días hábiles contados a partir de su primera publicación.

- Las declaraciones de aceptación de las ofertas podrán realizarse por medio de cualquier puesto de bolsa, en la forma en que señale el folleto. Los puestos comunicarán dichas aceptaciones al oferente, por medio de los representantes designados en el folleto. Las aceptaciones serán irrevocables y carecerán de validez en caso de someterse a condición.
- **Información de aceptaciones:** Con la periodicidad que indique el Superintendente, cada oferente deberá informar a la SUGIVAL sobre el número de aceptaciones presentadas.
- Transcurrido el plazo de aceptación, y en un plazo que no excederá de tres días hábiles, cada oferente comunicará a la Superintendencia el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación recibidas, y cuando corresponda, la propuesta de liquidación.
- **Comunicación de resultados:** En el plazo máximo de tres días hábiles, la Superintendencia comunicará a las bolsas de valores en las que tales valores estén admitidos a negociación, a los oferentes y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo de cada oferta, según se haya alcanzado o no el número mínimo

de valores señalados en la oferta. Las bolsas de valores comunicarán dicho resultado al día hábil siguiente.

- **Desistimiento de la oferta:** El desistimiento de la oferta, por no haberse alcanzado el porcentaje mínimo establecido deberá comunicarse por el oferente al Superintendente General de Valores y deberá divulgarse por el oferente en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la comunicación al Superintendente.
- **Distribución y prorrateo:** Cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación supere el límite máximo de la oferta, a cada aceptación se adjudicará un número de valores que represente el porcentaje fijado como límite máximo para esa aceptación en particular.
- **Liquidación de las ofertas:** Las ofertas que hubieran alcanzado un resultado positivo se liquidarán en el mismo plazo previsto para las operaciones bursátiles al contado. Para los efectos de este Artículo las operaciones se tendrán por perfeccionadas el día inmediato siguiente a la comunicación del resultado por la Superintendencia.
- Liquidada la operación, la Superintendencia autorizará el levantamiento de la garantía ofrecida.

## PROCEDIMIENTO DE OPA



## CAPÍTULO TERCERO

### LA NOCIÓN DE CONTROL

#### EL CONTROL DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Las OPAs, como hemos visto, tradicionalmente se han desarrollado como un mecanismo para la adquisición del control de una determinada sociedad. Es por esta razón que las ofertas públicas de adquisición deben analizarse dentro del marco de los procesos de toma de control de las empresas y, consecuentemente el concepto de control pasa a ser un elemento fundamental en el estudio de las OPAs.

El profesor CACHÓN BLANCO, define la toma de control como "... aquel negocio jurídico que tiene por objeto la adquisición de acciones u otros valores con derecho a suscripción, adquisición o conversión en acciones por el cual el adquirente logra una participación accionaria en una sociedad, tal que le permite el control de los órganos de administración de la misma, y por lo tanto, de las decisiones que estos adopten."<sup>31</sup>

Se dice que se ostenta el control de una sociedad "... cuando tiene la posibilidad de

dirigir el destino y la estructura de la misma, con independencia sustancial del accionista o de los accionistas".<sup>32</sup> En palabras sencillas, podemos decir, siguiendo a Cole Hernández, que "el control es la posibilidad de dirigir con cierta autonomía el tráfico de la empresa, sin que ello suponga la titularidad de la totalidad del capital social."<sup>33</sup>

El control ha sido definido por Ferri como: "la particular situación por la cual un sujeto está en condición de orientar con su voluntad la actividad económica de una sociedad".<sup>34</sup> Existen diferentes grados de control societario, los cuales se pueden resumir en los siguientes:<sup>35</sup>

1. Control constituido por la titularidad de la totalidad del capital social
2. Control mayoritario o de voto, que ostentan los titulares de las acciones que poseen la mayoría de las acciones con derecho a voto en la asamblea de accionistas.
3. Control minoritario efectivo, que es el que ejerce un tenedor de un bloque de acciones que lo faculta para dirigir efectivamente la sociedad, dada la dispersión de los restantes accionistas.
4. El denominado *management control* que faculta a los directivos de la sociedad

<sup>31</sup> CACHÓN BLANCO, José E. Ob. Cit. Citado por COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 29

<sup>32</sup> HERMOSILLA MARTÍN, Ramón. La Luchas por el Control en las Grandes Sociedades Anónimas. Citado por COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 29

<sup>33</sup> COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 29

<sup>34</sup> DUQUE DUQUE, Juan A. El Control de las Sociedades por Participación en el Capital Social. En [http://www.javeriana.edu.co/Facultades/C\\_Juridicas/pub\\_rev/univ\\_est/pdfs/cap.%204.pdf](http://www.javeriana.edu.co/Facultades/C_Juridicas/pub_rev/univ_est/pdfs/cap.%204.pdf).

<sup>35</sup> Sobre este tema Cf. WEINBERG BLANK. Takeovers and mergers. P. 71. Citado por COLE HERNÁNDEZ, María José. Ob. Cit. P. 30.

para mantener el control cuando el accionariado está ampliamente disperso e inerte.

De la regulación de las OPAS se evidencia que el tema del control tiene una relación directa con el grado de participación accionaria de una persona, una sociedad o un grupo de interés económico en una sociedad. Sin embargo, en tal caso, corresponde al legislador determinar cuando se produce una toma de control y para ello se elabora el concepto de participación significativa que analizaremos más adelante.

Así por ejemplo, en el caso de España el Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, Real Decreto 1066/2007 del 27 de julio del 2007 dispone:

*“A los efectos del presente Real Decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:*

*a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien,*

*b) Cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y desigüe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de*

*los miembros del órgano de administración de la sociedad.”*

#### **EL CONTROL EN COSTA RICA**

En relación con el tema de control en las sociedades, no se encuentra en nuestras normas mercantiles regulación alguna sobre el tema.

De la lectura de la normativa en materia de OPAS, podría concluirse que el espíritu de la misma es relacionar la oferta pública de adquisición como un instrumento para la adquisición del control de las sociedades cuyas acciones se cotizan en bolsa.

Ahora bien, la regulación en la materia, como indicamos líneas atrás, no contiene una definición clara de cuándo se adquiere el control de una compañía. Podría interpretarse que, al fijar los porcentajes de participación significativa a partir de los cuales resulta obligatorio promover una OPA, para el interesado en adquirir esos porcentajes, indirectamente se está definiendo cuándo se considera de conformidad con nuestra legislación que se adquiere una participación de control.

En este sentido, el artículo 36 de la LRMV dispone que quien pretenda adquirir un volumen de acciones y alcanzar así una participación significativa en el capital social, la cual será definida reglamentariamente, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los tenedores de acciones de esta sociedad.

Por su parte el artículo 80 del ROPV establece cuáles son esas participaciones significativas, en los siguientes términos: *“Para la aplicación de este Título se entenderá por participación significativa aquella que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital en circulación y con derecho a voto de la sociedad afectada.”*

No obstante lo anterior, consideramos que la definición de un porcentaje no debe ser el único elemento a considerar para determinar cuándo se adquiere el control de una sociedad, por cuanto cada sociedad presenta una realidad diferente de modo que el porcentaje de participación que en una determinada sociedad permita tener el control en la toma de decisiones de la misma, podría no ser suficiente para ejercer el control en otra.

Es por esta razón que creemos que la normativa en la materia debería precisar con mayor detalle el tema del control en las sociedades, especialmente en las sociedades cotizadas donde, precisamente, la razón de ser de mecanismos como la oferta pública de adquisición es proteger a los accionistas minoritarios, es decir, aquellos que no ostentan el control de la compañía.

#### **CAPÍTULO CUARTO**

**CASO ARCEOR MTTI. OPA ARCELOR MITTAL**

Mittal Steel es la compañía productora de acero más grande del mundo, fundada en 1989 y cuyo capital es de procedencia, principalmente, londinense, hindú y estadounidense.<sup>36</sup> Precisamente esta compañía se ha formado mediante la unión de muchas acereras, lo que la ha ayudado siempre a crear negocios rentables en países no considerados como lugares importantes de inversión. Mittal Steel compra empresas del acero en mala situación o quiebra para, posteriormente, reconvertirlas.

Por su parte, Arcelor fue fundada en el año 2002 y era la segunda productora de acero más grande del mundo surgida de la fusión de las tres siderúrgicas más antiguas de Europa: la española Aceralia, la luxemburguesa Arbed y la francesa Usinor.

En el año 2006 Mittal lanzó una OPA hostil sobre las acciones de Arcelor, lo cual, evidentemente, no fue bien recibido por la sociedad target. Luego de haber subido el precio de su primer oferta un 45% finalmente y luego de muchas ofertas Mittal Steel logro hacerse con Arcelor mediante una OPA por 33.1 billones de dólares (26.5 billones de Euros). Mittal terminó pagando €40.37 por

<sup>36</sup> Cf. <http://www.arcelormittal.com/index.php?lang=en&page=15>

acción, casi el doble de lo que había ofrecido inicialmente en el mes de enero del 2006.

Sin embargo, a pesar que el resultado final fue la realización de la compra en el proceso se dieron una serie de trabas, que evidencian que en estos procedimientos, influyen muchos más elementos que las meras regulaciones:

Según se describe en un artículo del New York Times:<sup>37</sup> *“Getting to this point has involved a bruising fight for both sides. Mittal first made an unexpected €18.6 billion offer for Arcelor in January, and was swiftly and harshly rebuked by Arcelor management and a chorus of European politicians who criticized everything from his grammar to his Indian origins to the quality of his company's steel. Arcelor's bare-knuckled defense strategy included refusing to meet with Mittal until a string of demands were met, and simultaneously orchestrating a €13 billion deal with Severstal of Russia to keep him away. (Llegar a este punto significó una fuerte batalla por ambos bandos. Mittal inicialmente hizo una inesperada oferta de 18.6 billones de Euros por Arcelor en enero, y fue combatida por la administración de Arcelor y un coro de políticos europeos que criticaron todo, desde su gramática hasta sus orígenes hindúes y la calidad de sus productos...”*<sup>38</sup>

Igualmente podemos citar este artículo que evidencia los fuertes enfrentamientos

en relación con esta OPA: *“Como era de esperar, esta opa ha producido rechazo y preocupación, especialmente en los países que integran Arcelor, que son, como es sabido, Luxemburgo, Francia y España. Sólo en nuestro país Arcelor cuenta con 18 plantas, situadas en Asturias, País Vasco, Navarra, Zaragoza, Valencia y Madrid. Con escasos días de diferencia, que Francia se había mostrado hostil a la opa, las cosas parecen cambiar, pues el ministro francés de Industria, Francois Loos, quien manifestó que “Francia no es favorable a la opa” fue corregido por el ministro de Economía, Thierry Breton, quien dijo que “son los accionistas quienes deben decidir sobre la opa y no el Estado”.*

*Este cambio de actitud parece que se debe a una inminente emisión económica a India, que estará dirigida por el presidente de la República, Jacques Chirac. De momento, como era de esperar, Arcelor ha decidido plantarse frente a esta opa hostil. Ha recomendando a sus accionistas no acudir a esta opa. De tener éxito, el grupo resultante sería tres veces mayor que su competidor más próximo, que es la japonesa Nippon Steel, que produjo 32,4 millones de toneladas en 2004.*

*Según los dirigentes de Arcelor, Mittal Steel no comparte la misma visión estratégica, ni el mismo modelo de desarrollo, ni los mismos valores y, además, esta operación podría tener graves consecuencias, tanto para*

*los accionistas, como para los empleados y clientes. Por su parte, el ministro español de Economía y Hacienda, Pedro Solbes, se ha mostrado en contra de la opa y partidario de alinearse con los otros dos países implicados.*

*El grupo siderúrgico europeo estudia posibles salidas a la oferta de Mittal, como puede ser configurar una alianza internacional con compañías situadas fuera de la Unión Europea, como podría ser Nippon Steel. Esta salida no parece fácil, pues exige la complementariedad del nuevo socio con el modelo económico de Arcelor, que se basa en una producción de alto valor añadido. Conviene tener presente que el sector del acero se encuentra muy atomizado, como lo prueba el hecho de que Mittal y Arcelor apenas suman el 10% de la producción mundial. Y esto después de un largo proceso de alianzas y absorciones.*

*Y, ¿qué dice Europa? Italia y Alemania no dicen nada. El Reino Unido denuncia con virulencia el proteccionismo. Y, mientras, una empresa familiar india, con sede en Holanda, pretende comprar una de las joyas de la industria tradicional europea. Si el Viejo Continente no reacciona, Arcelor será otra empresa más, dentro de las que pasan a manos de nuevos países industrializados.”*<sup>39</sup>

Asimismo, cabe destacar algunas declaraciones del Presidente del Principado de Asturias sobre el tema: *“El presidente del Principado de Asturias, Vicente Alvarez*

*Areces, defendió la participación activa de las instituciones públicas en el proceso de la OPA de Mittal sobre Arcelor, aunque subrayó que el funcionamiento “lógico” del mercado es que sean los accionistas quienes tengan la última palabra.*

*En declaraciones a Europa Press, Areces afirmó que gobiernos como el suyo “tienen que tomar una posición activa para la defensa de los intereses generales de la Comunidad y la pervivencia del empleo, asegurarse las inversiones y el futuro de las instalaciones”, si afirmó que “es el funcionamiento lógico de las empresas y el mercado el que hace que los que tengan la última palabra sobre el proceso sean los accionistas”. El presidente asturiano resaltó la relación existente con Arcelor, en la que los agentes sociales son “interlocutores en la formulación del futuro de las empresas”. Según explicó, se trata de “un modelo social donde las organizaciones sindicales buscan siempre el marco de negociación de la empresa; es un modelo muy identificado con lo que se puede llamar cultura industrial europea”, dijo.*

*“Nosotros (el Gobierno asturiano) hemos mantenido con Arcelor una actitud institucional hasta ahora muy respetuosa y ha sido recíproca”, y recordó que el Ejecutivo Regional ya se ha reunido en varias ocasiones tanto con el presidente de la empresa Joseph Kinsh, y el consejero delegado, Guy Dollé, como con las autoridades luxemburguesas y*

37 <http://www.nytimes.com/2006/06/25/business/worldbusiness/25iht-steel.html>

38 <http://www.nytimes.com/2006/06/25/business/worldbusiness/25iht-steel.html>

39 <http://www.americaeconomica.com/numeros4/357/reportajes/arruti357.htm>

comunitarias, que también se han desplazado al Principado.<sup>40</sup>

### OPAS EN COSTA RICA

En nuestro país, a partir del año 2006 se ha presentado movimiento en el segmento de ofertas públicas de adquisición. En estos últimos años se han desarrollado cuatro OPAS, a saber:

OPA Mabe- Atlas  
OPA Scotiabank- Interfin  
OPA Aliaxis- Durman Esquivel  
OPA Citibank- Cuscatlan

De los cuatro procedimientos de oferta pública de adquisición mencionados, cabe destacar las siguientes conclusiones:<sup>41</sup>

- Ha habido un criterio abierto en cuanto a la garantía, por cuanto la Superintendencia ha valorado en cada caso la garantía propuesta, no limitándose a exigir lo establecido en el ROPV.
- Solamente en uno de los casos se tuvo conocimiento de acuerdos previos entre la sociedad oferente y la sociedad afectada.
- Una carencia del sistema de OPAS en nuestro medio es que no incluye posibilidad de ejercer un trabajo coordinado con la Comisión para Promover la Competencia,

de manera que se pueda ejercer un control ex ante de posibles efectos negativos de la adquisición en relación con materia de competencia en un determinado sector de mercado.

- Las cuatro OPAS culminaron exitosamente, lográndose adquisiciones alrededor del 99% en todos los casos
- Después de completadas las OPAS se procedió a des-inscribir a las sociedades como emisores de acciones, por lo que el mercado de OPAS es aún más limitado en la actualidad.

### CONCLUSIÓN

En el desarrollo del presente trabajo, pudimos apreciar como las Ofertas Públicas de Adquisición, han sido un instrumento fundamental en el fenómeno de las expansiones empresariales.

Si bien en nuestro país el desarrollo de este instrumento ha sido escaso, lo cierto es que es un fenómeno del cual no podemos abstraernos en un mundo comercial tan complejo e internacionalizado como en el que vivimos.

De lo investigado se concluye, en primera instancia, que el análisis de esta figura no puede hacerse únicamente desde la perspectiva de operación bursátil, sino que

debe tenerse presente que nos encontramos frente a un fenómeno complejo con implicaciones en diferentes áreas del ámbito jurídico así como en los campos económico y social, pues no solo tiene relación con el derecho societario sino que sus implicaciones se dimensionan incluso en el plano económico y social como consecuencia de la integración de empresas.

Por otra parte, en el análisis de la normativa de Ofertas Públicas de Adquisición en nuestro país, así como en el estudio de otras fuentes relacionadas con el tema se evidenció que uno de los principales objetivos de este procedimiento es la protección del accionista minoritario y que, el camino a recorrer en esta materia es muy largo, siendo que en nuestro medio la experiencia que tenemos es muy poca.

Con el presente trabajo se pretendió, precisamente, estudiar las nociones generales de la oferta pública de adquisición. Para estos efectos, en un primer apartado se hizo una breve reseña de los conceptos fundamentales en materia de OPAS a fin de dotar al lector de un marco teórico que le permita una mejor comprensión del tema.

Posteriormente, se analizaron las diferentes regulaciones en nuestro medio y el procedimiento establecido para la realización de una OPA, a fin de determinar el marco legal actual en la materia.

Asimismo, se analizó un concepto fundamental en relación con el tema de ofertas públicas de adquisición cuál es el concepto de control, lo cual denota que nuestra legislación aún presenta una serie de carencias que permitan un mejor manejo de la figura.

Finalmente se hizo referencia a algunos casos prácticos de OPAS, con el fin de dotar al lector de un mejor entendimiento del funcionamiento en la realidad de este instrumento de adquisición de control societario.

La presente investigación es corta y no pretende ser exhaustiva. Es un tema fascinante y de mucha actualidad, sobre el que sería deseable en algún momento profundizar. Por ahora, esbozamos una pincelada de la regulación que sobre OPAS en nuestro país a fin de sentar una base para futuras investigaciones.

### BIBLIOGRAFÍA

Libros:

- DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Madrid, España: Editorial Civitas, 1993
- FERNÁNDEZ CANTO, Javier y otros. Las Ofertas Públicas de Adquisición. En <http://books.google.co.cr/books?id=PiDExy0Fd3wC&pg=PA117&dq=Ofertas+P%C3%BAblicas+de+Adqu>

40 <http://www.lukor.com/not-neg/empresas/portada/06050410.htm>

41 CHAVES SALOMÓN, Geanina. Ofertas Públicas de Adquisición. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica: San José, Costa Rica, 2009. Pp. 91-98

isici%C3%B3n#v=onepage&q=Ofertas%20P%C3%BAblicas%20de%20Adquisici%C3%B3n&f=false

- GARCÍA DE ENTERRIA, Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs, Madrid, España: Civitas Ediciones, S.L., 1999
- HERNÁNDEZ AGUILAR, Álvaro. Derecho Bursátil: Mercado de Valores. Tomo I. San José, Costa Rica: IJSA, 2002.
- VALENZUELA GARACH, Fernando. La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Madrid, España: Editorial Civitas, 1993.

#### Tesis:

- CHAVES SALOMÓN, Geanina. Ofertas Públicas de Adquisición. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica: San José, Costa Rica, 2009.
- COLE HERNÁNDEZ, María José. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica: San José, Costa Rica, 1999.
- CORDERO BALDODANO, Hernán. Alcances y Consecuencias de rivadas de

la Ley de Oferta pública de Adquisición y su Reglamento. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica: San José, Costa Rica, 2000.

#### Revista:

- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús. "El Debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil". Noticias de la Unión Europea. No. 285. España, Octubre 2008.

#### Sitios de Internet:

- <http://en.wikipedia.org/wiki/Takeover>
- <http://www.juridicas.unam.mx/publica/librev/rev/boletin/cont/64/art/art5.pdf>
- <http://www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/o.asp>
- <http://www.sugeval.fi.cr/esp/serinv/serglosario2.html>
- Bolsa Nacional de Valores, Dirección de Asesoría Legal. Dictamen AL-099 -01 2001. Tomado de <http://www.bnv.co.cr/documentos/dictamenesLegales/2001/AL-099-01%20OFERTAS%20PUBLICAS%20DE%20ADQUISICION.doc>
- <http://www.wisegeek.com/what-is-a-takeover-bid.htm>
- [http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=bolsa&id\\_reg=478991](http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=bolsa&id_reg=478991)
- [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/businesses/company\\_law/l26012a\\_es.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/businesses/company_law/l26012a_es.htm)

- DUQUE DUQUE, Juan A. El Control de las Sociedades por Participación en el Capital Social. En [http://www.javeriana.edu.co/Facultades/C\\_Juridicas/pub\\_rev/univ\\_est/pdfs/cap.%204.pdf](http://www.javeriana.edu.co/Facultades/C_Juridicas/pub_rev/univ_est/pdfs/cap.%204.pdf)
- <http://www.lukor.com/not-neg/empresas/portada/06050410.htm>
- <http://www.arcelormittal.com/index.php?lang=en&page=15>
- <http://www.nytimes.com/2006/06/25/business/worldbusiness/25iht-steel.html>
- <http://www.americaeconomica.com/numeros4/357/reportajes/arruti357.htm>

#### Leyes:

- Costa Rica. Ley Reguladora del Mercado de Valores. Ley No. 7732 del 17 de diciembre de 19.
- Costa Rica. Reglamento de Oferta Pública de Valores. Publicado en La Gaceta No. 88 del 9 de Mayo del 2006.
- Reino de España. Ley del Contrato de Seguro. Ley 50 de 8 de octubre de 1980, España.
- España. Ley del Mercado de Valores No. 24 del 28 de Julio de 1988.
- Unión Europea, Directiva 2004/25/CE