

Reunión sobre el Fortalecimiento del Buen Gobierno de los Emisores y las OPAS en Iberoamérica

Del 19 al 22 de septiembre de 2011
Centro de Formación de la Cooperación Española en
Montevideo, Uruguay

Informe sobre participación

A la reunión asistieron veintinueve (29) representantes de doce (12) países: Argentina, Bolivia, Brasil, Costa Rica, Chile, Ecuador, España, México, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay que forman parte del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.

Lunes de 19 de septiembre de 2011

El fortalecimiento del Gobierno Corporativo de los emisores en Iberoamérica

Iniciativas en Europa para fortalecer el Gobierno Corporativo de los emisores. Sr. Pablo Garde, Dirección General del Tesoro y Política Financiera de España.

El señor Garde expuso ampliamente la normativa europea sobre el concepto de gobierno corporativo, la idea de control, el consejo de administración.

Manifestó que en la normativa europea existe un sistema dual en materia de gobierno corporativo, (1) normas legales de obligatorio cumplimiento y (2) normas no vinculantes, es decir recomendaciones.

Producto de la crisis financiera ocurrida en países europeos los ha llevado a revisar el Libro Verde sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración concluyendo con la necesidad de mejorar los mecanismos de gobierno corporativo en las instituciones financieras con el fin de prevenir futuras crisis.

Novedades relacionadas con el Gobierno Corporativo en España. Sr. Juan Munguira, CNMV de España.

En España el Código de Gobierno Corporativo establece como norma elementos de estabilidad empresarial y económica; cimentar la confianza en el mercado único; mejora de la gobernanza empresarial en 3 pilares:

- Autorregulación vs. más y mejor regulación y supervisión.
- Consejos de administración más eficaces.
- Los accionistas deben asumir sus responsabilidades.

El Gobierno Corporativo de los emisores y las OPAS en Costa Rica: Las Obligaciones de los órganos de dirección y administración de la sociedad afectada por OPA, Sr. Luis González, SUC-EVAL de Costa Rica.



El Lic. Luis González, con respecto al tema de **gobierno corporativo**, desarrolló las normas aplicables a las empresas registradas y con licencia en la Superintendencia General de Valores.

Explicó que la normativa aplicable en la República de Costa Rica en materia de gobierno corporativo se fundamenta en los principios generales de la OECD:

1. Garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo.
2. Los derechos de los accionistas y funciones claves en el ámbito de la propiedad.
3. Tratamiento equitativo de los accionistas.
4. Revelación de datos y transparencia.
5. Las responsabilidades del Consejo.
6. El papel de las partes interesadas en el Gobierno Corporativo.

El marco normativo de gobierno corporativo en Costa Rica está contenido en el Código de Comercio y sus reformas; Ley Reguladora del Mercado de Valores; Reglamento de Auditores Externos; Reglamento de Información Privilegiada; Reglamento de Gobierno Corporativo aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero; Código de Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores (2009).

En cuanto al marco normativo de OPA's se refirió a los instrumentos jurídicos en los que se encuentra reglamentado el procedimiento que consiste en una notificación formal a la SUGEVAL. Método que tiene algo de similitud con el procedimiento adoptado por la Comisión Nacional de Valores.

Marco legal y normativo del Gobierno Corporativo en Argentina, Sr. Héctor Helman, CNV de Argentina.

El señor Helman expresó que la experiencia de la pasada crisis financiera ocurrida en Argentina los obligó a revisar la Resolución General (RG) 516/07 de Código de Gobierno Societario, concluyendo que debían realizar cambios de forma y de contenido; actualizar los principios de Gobierno Societario conforme a la experiencia y cambios de los últimos años en el contexto local e internacional; generar un diseño de presentación que facilite la comprensión de los temas por parte de los emisores y la interpretación y procesamiento de las respuestas para la Comisión Nacional de Valores.

Entre los cambios introducidos se encuentran los siguientes:

- Se amplía el universo de emisores que debían seguir los principios (acciones y deuda)
- Hubo reagrupamiento de temas en principios y recomendaciones.
- Se eleva el grado de exigencia hacia las Emisoras en algunos temas, p.e., política de dividendos y uso de reservas.
- Se pide que expliciten las políticas y procedimientos para evitar respuesta simple: "si cumplo"

Entre las novedades, se sugirió:

- La creación de un Comité de Gestión de Riesgo.
- Balance de Responsabilidad Social y Ambiental.
- Mayor dispersión accionaria como porcentaje del capital social.

Se suprimieron otros temas, tales como:

- Integración del Directorio por ex-ejecutivos.
- Exteriorizar los motivos de la designación de ejecutivos gerenciales.
- Reuniones exclusivas de directores independientes.
- Doble carácter síndico y auditor.

El Código de Gobierno Societario cuenta con 9 principios y 22 recomendaciones o buenas prácticas. Debajo de cada recomendación hay un comentario que sirve de indicativo de las buenas prácticas. Los comentarios no son exhaustivos.

Se mantiene la modalidad de especificar si la emisora adopta o explica las razones por las cuales no adopta. Siendo de gran importancia la capacidad analítica en la interpretación de las respuestas, dado que podría haber una práctica alternativa que dé cumplimiento a la recomendación.

Los Principios Generales que contiene el Código son:

- Transparentar la relación entre el Emisor, el Grupo Económico que encabeza y/o integra y partes relacionadas.
- Sentar las bases para la administración y supervisión sólida de la Sociedad.
- Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial.
- Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes.
- Respetar los derechos de los accionistas
- Mantener un vínculo directo y responsable con la Comunidad.
- Remunerar de forma justa y responsable
- Fomentar la ética empresarial

Como reflexiones finales el señor Helman planteó lo siguiente:

- La crisis mundial implicó un deterioro significativo del interés público, tanto de sus componentes “duros” (pérdida de valor, riqueza y empleo) como “blandos” (confianza, transparencia, ética en los negocios).
- La constitución de los Directorios con miembros idóneos es un factor crítico para la optimización del valor social y público de las Compañías, y por tanto la minimización del riesgo corporativo y sistémico.
- Otro factor esencial en la protección del interés público es el marco legal y regulatorio, incluyendo los códigos de gobierno societario, RSE u otros, que aseguran mayor exigencia en la transparencia de mercado y protección al inversor minorista.
- La Comisión Nacional de Valores está reformulando el Código de Gobierno Societario para las empresas con oferta pública, y se encuentra en consulta pública a través de la página Web de la CNV. A través de la consulta pública se pretende recoger los comentarios y sugerencias de las emisoras, cámaras, bolsas y mercados, profesionales y académicos especializados.
- La implementación del Código exige capacitación de los destinatarios y de los que supervisen los resultados. Por tanto, esta tarea recién comienza.
- Un próximo paso al Código será que aquellas empresas que cumplan con ciertas recomendaciones (por ejemplo adopción de OPA obligatoria, alto grado de dispersión y otros a definir) conformen un Panel Premium.
- Esta no será la única modificación, ya que todo Código es dinámico. Su objetivo es introducir nuevos conceptos, que a la larga se irán incorporando a la regulación.

- A medida que las empresas van madurando aumentan las exigencias de GS. Aún resta definir requisitos mínimos de GS para pymes.

Martes 20 de septiembre de 2011

Nueva estructura de regulación y control en materia de Gobierno Corporativo en Bolivia, Sr. Nahil Miguel, Estudio Jurídico Miguel de Bolivia.

El Licenciado Miguel hizo un recuento relacionado con la concepción de la organización económica y social del Estado boliviano.

Manifestó que a partir del año 2005 Bolivia ha atravesado un importante cambio en la concepción de la organización económica y social del Estado. En febrero de 2009 se promulgó la nueva Constitución Política del Estado (CPE) y un año después, en febrero de 2010 se instituyó el Estado Plurinacional de Bolivia. La nueva Constitución determina que la forma de organización económica estatal comprende a las empresas y otras entidades económicas de propiedad pública, que cumplirán entre otros objetivos el de: “Garantizar la participación y el control social sobre su organización y gestión, así como la participación de los trabajadores en la toma de decisiones y en los beneficios”. Las políticas gubernamentales en atención a la CPE, muestran el interés del Estado en participar directa y activamente en sectores calificados como estratégicos y/o de interés social. A tal efecto, además de las empresas privadas, se crearon y se vienen constituyendo Empresas Públicas Nacionales Estratégicas, a las que se suman las empresas públicas ya existentes. Asimismo están las sociedades de economía mixta y las empresas nacionalizadas que fueron previamente capitalizadas a inicios y mediados de los años noventa, siendo estas últimas sociedades anónimas.

Como consecuencia de la ausencia de los principios de gobierno corporativo y algunos excesos en las empresas capitalizadas, en noviembre del 2002 el Congreso de la República aprobó en grande el proyecto de Ley sobre el “Gobierno de las Sociedades por Acciones” donde se obligaba a todas las sociedades por acciones y principalmente a las anónimas contar con normas de gobernabilidad. Este proyecto de Ley no fue considerado ni analizado en su fase de detalle, en consecuencia no entró en vigencia.

El 28 de noviembre del 2002 se promulgó la Ley N°2427, disposición legal que definió algunos requisitos de gobierno corporativo aplicables únicamente a los directores y síndicos que en ese entonces representaban a los Fondos de Pensiones en las empresas capitalizadas.

El Estado Plurinacional fue instituido en Bolivia en febrero de 2010. Con la nueva Ley de Pensiones N° 065 de fecha 10 de diciembre de 2010 se creó la Gestora de la Seguridad Social de Largo Plazo y en sustitución de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

La norma estableció la obligación de los directores de informar mensualmente a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)² su actuar dentro de las empresas capitalizadas. Las AFP quedaron obligadas con sus propios recursos a proporcionar apoyo logístico y profesional especializado a los directores y síndicos para el buen cumplimiento de sus obligaciones. Asimismo, esta Ley estableció que las operaciones con empresas vinculadas al socio controlador requerirán la aprobación previa del directorio por tres cuartos del total de sus miembros.

Con la Ley N° 2427 se creó la Superintendencia de Empresas y con las Leyes Nrs. 2495 de 4 de agosto de 2003 y 3076 de 20 de julio de 2005 quedó establecido que esta Superintendencia formaba parte del Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) bajo tuición del Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda con competencia privativa e indelegable para emitir regulaciones prudenciales, controlar y supervisar las actividades, personas, entidades y empresas sujetas a su jurisdicción en lo relativo al gobierno corporativo, la defensa de la competencia, la reestructuración y liquidación de empresas y el registro de comercio. Con la instauración del Estado Plurinacional, mediante Decreto Supremo N°0071 de 9 de abril de 2009, se creó la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) en sustitución de la Superintendencia de Empresas. Según este Decreto Supremo, la AEMP entre otras competencias, tiene las de regular, controlar y supervisar además de dar lineamientos a las personas, entidades, empresas y actividades sujetas a su jurisdicción en lo relativo a gobierno corporativo, defensa de la competencia, reestructuración y liquidación voluntaria de empresas y registro de comercio.

Como se advertirá por el Decreto Supremo señalado, podría entenderse que la AEMP tiene facultades para emitir regulación en materia de gobierno corporativo aplicable a todas las sociedades comerciales, inclusive en aquellas en donde participa el Estado.

Finalmente se hace notar que el Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural, tiene tuición sobre la AEMP y tiene atribución para diseñar y ejecutar políticas de gobierno corporativo dentro de las formas de organización económica comunitaria, estatal, privada y social cooperativa.

Los cambios económicos y sociales que se han suscitado y por los que atravesaremos, harán que el Estado Plurinacional de Bolivia atienda nuevos desafíos desde una distinta perspectiva que contenga una doble dimensión:

- i) Una mayor participación de la sociedad civil (Grupos de Interés) en la gestión de las empresas y;
- ii) Un mayor y más eficiente control sobre la administración de los negocios de forma transparente bajo fiscalización regional o central según corresponda.

Ante esta nueva perspectiva, la CPE nos presenta aspectos relevantes que nos muestran la línea por la cual transitará el gobierno corporativo en el país. Uno de ellos es el control social y el otro el acceso a la información. La CPE, señala que la sociedad civil organizada ejercerá el control social por una parte a la gestión pública en todos los niveles del Estado, y por la otra a las empresas e instituciones públicas, mixtas y privadas que administren recursos fiscales.

El control social será ejercido mediante el “Consejo de Participación y Control Social”, el mismo que agrupa a sindicatos y organizaciones sociales reconocidas a nivel nacional. Ahora bien, es evidente que el control social ejercido a través de la sociedad civil organizada se encuentra en el ámbito de los grupos de interés, sin embargo debemos puntualizar que si bien el control social podría tener relación con las empresas, esto no implica la representación de la totalidad de los grupos de interés vinculados con las mismas.

En lo que al acceso a la información concierne, el control social implica generar un manejo transparente de la información. La información solicitada por esta instancia no podrá denegarse y será entregada de manera completa, veraz y oportuna.

De acuerdo a la Política Nacional de Transparencia y Lucha contra la Corrupción, se implementarán medidas administrativas y legales para que la iniciativa pública en materia de transparencia obligue además de los órganos de la administración del Estado, a las entidades privadas que tengan alguna relación en la administración de recursos del Estado y aquellas que por sus propias características y funciones revistan un alto interés público.

Como se podrá apreciar, el control social se ejercerá a organizaciones públicas o privadas que tenga algún tipo de relación o administración de recursos del Estado y a otras que por sus características y funciones revistan un alto interés público.

En el escenario señalado, el reto para el gobierno corporativo, está en armonizar la concepción estatal con la concepción privada, teniendo como base el control social.

Desde la concepción privada, el gobierno corporativo está dirigido a maximizar el valor de las participaciones en el capital social y convertirse en una ventaja competitiva para poder conseguir mejor y mayor inversión, en esta definición resalta la necesidad que el directorio equilibre los intereses de la sociedad y de los socios con los grupos de interés (empleados, clientes, proveedores, inversionistas, comunidades, control social, etc.) con una responsabilidad social destinada a lograr un valor sustentado a largo plazo.

Desde la concepción pública y estatal, el gobierno corporativo tiene que ver con el proceso de inserción de la empresa en la economía nacional y la sociedad, por ello, el rol del Estado es el de proveer a las empresas la regulación necesaria para balancear el retorno privado y las perspectivas de los grupos de interés, entre ellos el control social, sin que esto signifique ir en desmedro de la sustentabilidad de la empresa en el tiempo.

A tal efecto, considerando la activa participación del Estado a tiempo de establecerse lineamientos de gobierno corporativo deben considerarse, entre otros, los siguientes temas: la administración de conflictos de interés, acceso y transparencia de la información, participación efectiva del control social así como el comportamiento y responsabilidad de los directorios.

La Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en Iberoamérica (OPA's)

Marco regulatorio de las OPAS en España: Aspectos generales del concepto, características y tipología, Sr. Pablo Garde, Dirección General del Tesoro y Política Financiera de España.

Las características y principios de las ofertas pública de adquisición de acuerdo a la normativa española son:

- Trato equivalente a todos los titulares de valores que confieran derechos de voto.
- Los titulares de estos valores deberán disponer de tiempo e información suficiente para adoptar su decisión.
- El órgano de administración de la opada deberá favorecer únicamente los intereses de los accionistas y no entorpecer sus decisiones.
- El anuncio de la operación sólo se podrá realizar cuando el oferente se asegure de que es capaz de hacer frente a la operación.

En la legislación sobre OPA's de España existen diferentes tipos, explicando en detalle las que ocurren con más frecuencia:

a. **Voluntaria:** puede sujetarse a determinadas condiciones; la oferta puede ser parcial; no exige que el precio sea equitativo, su fijación puede ser libre; si llegase a alcanzar el control se convertiría en una OPA obligatoria.

b. **Obligatoria:**

b.1 por toma de control, que pueden ser
- Directas: participación significativa del 30%; debe dirigirse al 100% de los tenedores de las acciones; deben ser sociedades cotizadas; lograr la toma de control; el precio tiene que ser equitativo y nunca inferior al más elevado pagado por el oferente en los 12 meses anteriores; cuenta con un plazo de 1 mes.

- Indirectas: en los supuestos que exista fusión o toma de control en una entidad que otorgue el control indirecto en la sociedad cotizada; que ocurra una reducción de capital; que se de por adquisición de la empresa como consecuencia del ejercicio de derechos de valores o activos financieros; variación de autocarera; consecuencia de compromisos de aseguramiento. El precio debe ser equitativo y el plazo es de 3 meses.

- Sobvenidas: aplican supuestos iguales a las indirectas.

b.2 Por exclusión de negociación por acuerdo de la sociedad cotizada de excluir sus acciones de negociación.

b.3 Por reducción de capital mediante compra de acciones propias para su amortización.

b.4 Por exclusión de cotización.

b.5 Por reducción de capital.

c. Domésticas,

d. Transfronterizas,

e. Intracomunitarias

f. Extracomunitarias,

g. Amistosa,

h. Hostil

La regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en Perú: Fases de la formulación, Sr. Luis Enrique Kanashiro, CONASEV de Perú.

La normativa sobre OPA's en Perú establece que la adquisición o incremento de participación genera la obligación de efectuar una OPA, siempre que:

a. Se trate de una transferencia a título oneroso.

b. La sociedad objetivo tenga una clase de valores con voto o susceptibles de otorgarlo, inscritas en el Registro.

c. El adquirente alcance o supere el 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera acciones o tenga la potestad que le permita: i) remover o designar a la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad.

d. No se encuentre incluida en ningún supuesto de excepción.

Se exceptúan de realizar una OPA:

- a. La aceptación del total de accionistas de la sociedad objetivo.
- b. La redistribución entre las personas del mismo grupo económico, y que no altere la unidad de control.
- c. El ejercicio del derecho preferente de suscripción
- d. La adquisición por oferta pública primaria.
- e. Un compromiso de aseguramiento por un agente de intermediación.
- f. Un depositario para la emisión de ADR o su adquisición.
- g. La capitalización de créditos efectuada por Ley del sistema concursal.
- h. Un contrato de fideicomiso.
- i. Un contrato de prenda donde el acreedor deberá ser o un banco o financiera.
- j. Otra que determine la SMV.

Modalidades de OPA:

- a. En forma posterior cuando:
 - (i) se haya realizado de manera indirecta,
 - (ii) como consecuencia de una oferta pública de venta,
 - (iii) cuando la participación significativa es transferida en un solo acto o a través de no más de cuatro actos sucesivos en tres años.

En estos casos se debe formular sobre un porcentaje que resulta de la aplicación de una fórmula; se realizará dentro de los cuatro meses desde la obligación o cinco días después de la presentación del informe de valorización lo que ocurra primero.

- b. En forma previa a la adquisición o al incremento de participación significativa, en todos los demás casos, la OPA debe formularse sobre el número de valores que se pretende adquirir.

Formulación de la OPA:

La OPA inicia su vigencia al día siguiente de haber sido comunicada a la sociedad objetivo, CONASEV y a la bolsa, presentando la siguiente documentación:

- a. Prospecto Informativo.
- b. Documentos de la garantía: La garantía debe constituirse por el monto total de la oferta. Y puede ser en dinero, como en valores emitidos, como en valores por emitirse.
- c. Aviso a publicarse.
- d. Cuando se actúa a través de representantes los poderes respectivos.
- e. Autorizaciones administrativas de ser necesario

Suspensión o anulación de la OPA:

La Superintendencia del Mercado de Valores podrá suspender o anular cuando:

- a. Se detecte la existencia de información falsa, inexacta o insuficiente.
- b. Se efectúen prácticas o actividades que afecten la transparencia del mercado o el interés de los inversionistas.

Tanto la oferta inicial como cualquier oferta competidora tienen carácter de irrevocable.

La experiencia brasileña en regulación de las OPAS, Sr. Felipe Claret da Mota, CVM de Brasil.
En Brasil, la normativa de OPA's permite las siguientes modalidades de OPA's:

- Aumento de participación
- Voluntaria
- Enajenación de control
- Adquisición de control
- Competidor

Algunos principios generales aplicables a las OPA's:

- Intermediación
- La realización del remate
- Informe de Evaluación (precio medio ponderado de la acción; valor del patrimonio líquido; valor económico.
- Posibilidad de condicionar la realización de la OPA
- Inmutabilidad e irrevocabilidad de la oferta después de la publicación del Edicto
- Edicto - Publicación en periódicos de amplia circulación

El trámite debe ser presentado en la CVM dentro de los 30 días de ocurrido el hecho generador de la OPA. La CVM cuenta con hasta 30 días para manifestarse, y el interesado cuenta con 60 días para cumplir con las exigencias de la CVM.

La Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en Chile, Sr. Orlando Héctor Vásquez, SVS de Chile.

En Chile se considera OPA a aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas abiertas o de valores convertibles en acciones.

La oferta se hace por cualquier medio. Permite al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad en un plazo determinado.

Las OPA's son obligatorias siempre que:

1. permitan tomar el control de una sociedad.
2. la oferta efectuada por el controlador, en virtud de una adquisición llegue a controlar 2/3 o más de las acciones.
3. la adquisición del control de la subyacente que sea sociedad anónima abierta, y represente un 75% o más del valor de su activo consolidado.

Excepciones:

1. Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital.
2. Las acciones enajenadas por el controlador, siempre que:
 - precio sea pagado en dinero, y
 - tengan presencia bursátil,
 - no sea sustancialmente superior al de mercado.
3. Las que provengan de una fusión.
4. Las adquisiciones por causa de muerte.
5. Las enajenaciones forzadas.

El plazo de la OPA puede ser entre veinte (20) y treinta (30) días. Está prevista la prórroga por una vez, por un tiempo entre cinco (5) días y quince (15) días adicionales.

Están obligados a realizar dos (2) avisos:

- Aviso de Inicio: se publica en dos diarios de circulación nacional, previa al inicio de vigencia de la OPA, informando del inicio de la misma.
- Aviso de Resultados

El oferente debe elaborar y presentar a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile un prospecto que debe contener información referente al oferente y domicilio en Chile; descripción de las acciones o valores de la oferta y el número de acciones o el porcentaje cuya adquisición mínima será suficiente para declararla exitosa; el precio y las condiciones de pago; la vigencia de la oferta; la forma en que financiará el pago del precio; monto y tipo de garantía; condiciones de revocación de la oferta; organizados de la oferta; cualquier otra información que la Superintendencia considere necesaria para conocimiento de los inversionistas.

El prospecto estará a disposición del público en oficinas de la sociedad; en las sociedades que sean controladas por aquella y que hagan oferta pública de sus acciones; en la oficina del oferente o en la de su representante; en la Superintendencia y en las bolsas de valores.

No es obligatorio que exista una **garantía**, no obstante el oferente podrá incluir una garantía formal de cumplimiento la que quedará en custodia en una institución bancaria o bolsa de valores. De así decidir el oferente el valor de la garantía debe estar representada por el 10% del monto total de la oferta.

Las controversias que sucedan sobre el cumplimiento de la OPA son sometidas a arbitraje.

Durante la vigencia de la OPA pueden presentarse otras ofertas. Para que tengan valor deben publicarse los avisos de inicio con diez (10) días de anticipación al vencimiento del plazo de la oferta inicial. No podrán participar en ofertas simultáneas las personas interesadas como oferentes en las que estén vigentes.

Corresponde a los Directores emitir individualmente, un informe escrito, dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la publicación del aviso de inicio, con su opinión fundada acerca de la conveniencia/inconveniencia de la oferta para los accionistas.

Las OPA's son irrevocables, a menos que existan causales objetivas. Si el éxito de la OPA está sujeto a adquirir un mínimo de acciones y no se logra, quedará sin efecto. El oferente puede reducir su pretensión al número de acciones recibidas hasta la fecha de término. Se puede condicionar resolutivamente a adquirir un mínimo de acciones de otra sociedad, durante una OPA competitiva. Pueden mejorarse las ofertas en cuanto a precio o aumentar el máximo de acciones a adquirir.

Una nueva OPA sólo puede hacerse transcurridos 20 días después de concluido el período de vigencia del llamado anterior.

Se permite la retractación de la OPA la que puede ser parcial o total. El plazo para retractarse es antes del vencimiento de la OPA. Deben restituirse los títulos y documentos tan pronto lo comunique el interesado.

La experiencia argentina en regulación de las OPAS, Sra. Karina Bermúdez.

Al igual que las jurisdicciones tratadas en este informe toda persona física o jurídica que pretenda realizar una oferta pública de adquisición y/o canje de valores negociables debe solicitar autorización a la CNV de Argentina.

Los requisitos que debe cumplir el oferente son:

- anuncio de la oferta. Debe contener las condiciones esenciales de la oferta: cantidades a adquirir mínimas y máximas; identidad del oferente y domicilio; datos de cualquier participación en el capital social; declaración del órgano de administración de disponibilidad de recursos.
- prospecto explicativo. Debe contener información detallada (accionistas, sociedad, etc.); información del oferente; información sobre los valores negociables; utilización de lenguaje sencillo; firma en todas las hojas de la persona responsable para asegurar la responsabilidad del que brinda la información
- suscribir los documentos uno a uno
- si se trata de persona jurídica acompañar la decisión del directorio y/o asamblea

Las condiciones que deben cumplirse con la OPA, son las siguientes:

- Debe dirigirse a todas las clases de obligaciones convertibles en acciones.
- Debe presentarse el prospecto explicativo
- Debe fijarse el precio –equitativo y razonable, siguiendo para su ponderación criterios como el valor patrimonial de las acciones; valores de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores; valor de liquidación de la sociedad; cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de la solicitud de oferta; precio de contraprestación ofrecida con anterioridad ó de colocación de nuevas acciones, en el caso que exista otra OPA respecto de las mismas acciones en el último año.

En Argentina no existe un régimen obligatorio de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria, resultando opcional para las sociedades sometidas al régimen de oferta pública, en ese caso deberá incluirla dentro de sus estatuto social, y en caso que no quiera adherir a este régimen deberá también incluirlo en el estatuto refiriendo que es una sociedad no adherida al régimen estatutario optativo de oferta pública de adquisición obligatoria.

Las facultades del Supervisor es que se cumpla con las siguientes condiciones:

- La igualdad de tratamiento entre accionistas, tanto en las condiciones económicas y financieras como cualquier otra condición para todas las acciones y según la misma categoría ó clase.
- Plazos razonables y suficientes para que los destinatarios de la oferta dispongan de tiempo suficiente para adoptar una decisión respecto de la oferta.

- Obligación de brindar al inversor la información detallada que le permita adoptar su decisión contando con los datos y elementos necesarios para tomar pleno conocimiento de la oferta.

La toma de control empresarial: Supuestos de exclusión de la obligatoriedad de lanzar una OPA, Sr. Juan Munguira y Sra. Rosa González, CNMV de España.

La señora Rosa González listó las normas que constituyen el régimen jurídico sobre dispensas y excepciones de OPA.

Se contempla la posibilidad de que se establezcan excepciones a la OPA obligatoria siempre que se respeten los principios generales. Entre los supuestos excluidos de OPA obligatoria se encuentran: la paridad de trato, la protección a los accionistas, la pasividad de administradores o directores, la protección del funcionamiento de los mercados, la seguridad jurídica y la protección a la continuidad del negocio de la sociedad afectada.

La dispensa condicional de OPA obligatoria se contempla cuando otro accionista tenga un porcentaje de voto igual o superior al del obligado a formular OPA y cuando otro procedimiento equivalente asegure la protección de los intereses de los accionistas.

Miércoles 21 de septiembre de 2011

Experiencia en Bolivia sobre exclusión a la OPA para la toma de control empresarial y su incidencia en los accionistas minoritarios, Sr. Nabil Miguel, Estudio Jurídico Miguel de Bolivia.

Enfocó su conferencia en las interrogantes de si ¿es la nacionalización de acciones una forma de exclusión a la OPA?, y ¿Cuál es su incidencia en los accionistas minoritarios?

Definió los conceptos de oferta pública, de negocio jurídico, de oferta pública de adquisición y de nacionalización, como sigue:

Oferta pública: toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos, realizada a través de cualquier medio de comunicación o difusión, ya sea personalmente o a través de intermediarios autorizados, con el propósito de lograr la realización de cualquier negocio jurídico con valores en el mercado de valores.

Negocio jurídico: acto integrado por una o varias declaraciones de voluntad privada, dirigidas a la producción de un determinado efecto jurídico dentro de los requisitos y límites del ordenamiento jurídico. Es la declaración de voluntad de una persona que se propone crear, modificar o extinguir un derecho o una relación jurídica.

Oferta pública de adquisición: obligación legal de promover una oferta pública de acciones a quienes pretendan adquirir en un solo acto o en actos sucesivos un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a alcanzar una participación significativa en la sociedad afectada.

Nacionalización: conjunto de actos y procedimientos mediante los cuales el Estado asume, en forma variada, la administración de empresas privadas, de grupos de empresas o la totalidad de

ciertos sectores económicos, manejados con anterioridad por particulares que puede ser de propiedad nacional o extranjera.

La nacionalización puede ocurrir en dos vías. Por medio de la expropiación o por la adquisición de acciones entendiéndose esta última como OPA.

Cualquiera de las dos vías que se utilice para la nacionalización de las empresas tiene incidencia en los accionistas minoritarios:

- Valuación de sus acciones como efecto de la compra al socio mayoritario.
- Mercado para la transferencia de sus acciones.
- Definición en la administración de la sociedad.
- Se mantienen los derechos políticos y económicos.

También tiene incidencia en el Estado como accionista mayoritario ya que debe establecer una política de propiedad que defina la función del Estado como accionista controlador y su papel en el fortalecimiento del Gobierno Corporativo de la empresa; en un tratamiento equitativo con todos los accionistas con el fin de incentivar la participación de los accionistas minoritarios en las Juntas Generales, el acceso oportuno a información corporativa, conocer el informe del Directorio sobre operaciones que afecten al accionista minoritario y comunicación al Control Social y el derecho del accionista minoritario a generar el cese o acción de responsabilidad contra los ejecutivos,

El Estado como accionista mayoritario adquiere toda la responsabilidad de los Directorios y le corresponderá actuar en el mejor interés de la sociedad, considerando las políticas y lineamientos dictados por el Estado; le corresponderá realizar una planificación estratégica sujeta a los objetivos marcados por la propiedad; hacer la evaluación anual de desempeño; encargarse de la sucesión de los directores y principales ejecutivos; el reglamento del Directorio; prever la posibilidad de contar con directores independientes y la efectiva declaración de conflictos de interés.

Como consideraciones finales mencionó las siguientes:

- El Estado dentro de su potestad soberana a efectos de nacionalización de acciones, no está limitado a un solo mecanismo y procedimiento, existiendo varias formas, entre ellas la OPA.
- En Bolivia esta regulada la oferta pública, pero no la oferta pública de adquisición.
- El Estado adquirió las acciones del socio controlador .
- Las empresas continuaron con su forma de organización jurídica.
- Los accionistas minoritarios mantuvieron sus derechos políticos y económicos.
- La administración de la empresa es ejercida por el Estado.

El papel del Supervisor durante una OPA: Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción

Facultades del Supervisor: elementos principales del Prospecto o folleto explicativo, Sra. Rosa González, CNMV de España.

Las facultades del supervisor las dividió en dos (2) etapas:

- **Antes del anuncio o presentación de la OPA** le corresponde determinar situaciones en las que resulta obligatorio formular una OPA y actuaciones dirigidas a eludir obligaciones en materia

de opas; requerir información y documentos, y su publicación, si procede; requerir información sobre las decisiones de presentar opas y la publicación de anuncio previo de OPAo solicitud de autorización.

- **Después del anuncio o presentación de OPA** admitir e inadmitir a trámite las opas; autorizar y denegar las opas, su modificación, las competidoras y los desistimientos; autorizar y denegar las solicitudes de dispensa y exenciones de opa; requerir información y documentos adicionales, y su publicación, si procede; determinar si las opas formuladas se ajustan a las normas aplicables; verificar si las condiciones para la efectividad de las opas son conformes a derecho; requerir garantías y acceder a su levantamiento; solicitar información adicional en los folletos y documentación complementaria; incluir advertencias y consideraciones en los folletos; modificar el precio de las opas en determinadas circunstancias; ordenar la publicación, repetición o ampliación de los anuncios de opa; requerir información sobre las aceptaciones; ampliar los plazos de aceptación y requerir suplementos a los folletos; verificar las informaciones sobre resultados de las opas y ordenar su publicación; adaptar procedimiento, plazos y demás formalidades a las opas transfronterizas

Aspectos prácticos de las fases de formulación: la fijación del precio de OPAS en Perú, Sr. Luis Enrique Kanashiro, CONASEV de Perú.

Para la fijación del precio de OPA's en Perú debe utilizarse al menos los criterios de valor contable de la sociedad; valor de liquidación de la sociedad; valor de la sociedad como negocio en marcha; precio promedio ponderado del último semestre a la obligación y la contraprestación ofrecida en una última OPA dentro de los 12 meses anteriores, si aplica.

De estos criterios se utilizará el mayor precio y en ningún caso será menor al valor de la contraprestación en las operaciones de la obligación.

La valorización debe hacerla una entidad valorizadora que pueden ser las sociedades de auditoría, bancos, bancos de inversión o empresas de consultoría, especializadas en actividades de valorización de empresas. Existen impedimentos para actual como entidad valorizadora si ellas o sus accionistas, directores, gerentes, o personal técnico encargado del proceso de valorización tengan vinculación con el emisor de los valores, o cualquier relación comercial, profesional o familiar que puedan generar un conflicto de intereses en su desempeño.

El Plazo para determinar el precio mínimo es de 30 días calendario posteriores a su designación. La Fecha de valorización debe ser en el momento en que se generó la obligación de realizar la OPA.

Los criterios a ser empleados en la determinación del precio mínimo deberán considerar la situación existente en el momento que ocurre el hecho que genera la obligación.

Una vez determinado el precio mínimo, la entidad valorizadora determinará si éste requiere ser ajustado debido al transcurso del tiempo y cuál debe ser el factor a utilizarse para realizar tal ajuste.

Asimismo, deberá determinar la contraprestación por las transacciones que generaron la obligación de efectuar la OPA. El precio mínimo en ningún caso podrá ser inferior a dicho valor.

El informe deberá ser entregado en medios físicos y magnéticos. Deberá contener el sustento detallado de los supuestos asumidos, así como adjuntar como anexos copia de las hojas de trabajo con los cálculos que sustentan los resultados obtenidos, los estudios, proyectos, tasaciones y otros informes relevantes. Es de carácter público, salvo aquella información que califique como reservada.

El Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción en Chile, Sr. Orlando Héctor Vásquez, SVS de Chile.

El señor Héctor Vásquez mencionó las facultades que tiene la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile en materia de supervisión, inspección y sanción, listando las leyes vigentes.

Jueves 22 de septiembre de 2011

Durante la mañana de este día las señoras Rosa González de la CNVM de España y Patricia Mata de la SUGIVAL de Costa Rica, presentaron casos de OPA's realizadas en ambos países.

Es importante concluir este informe esbozando las diferencias de la normativa en materia de Gobierno Corporativo y de OPA's de Panamá con respecto a los demás países.

a. Gobierno Corporativo:

La Ley del mercado de valores no faculta a la Superintendencia del Mercado de Valores, antes la Comisión Nacional de Valores, para obligar a los emisores con valores registrados en la entidad, el cumplimiento de guías y principios de buen gobierno corporativo. Por tal razón se adoptó el Acuerdo No.12-2003 de 11 de noviembre de 2003 en el que se recomienda una serie de guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de los emisores.

Se elaboró un cuestionario que permitiría conocer si aceptaron las recomendaciones realizadas en el citado Acuerdo, incluyendo el mismo como una sección del Informe de Actualización Anual (IN-A) que deben presentar junto con los estados financieros anuales. De este forma quedaron obligados a divulgar si seguían total o parcialmente las guías y principios sobre gobierno corporativo, recomendados.

Al igual que la mayoría de las jurisdicciones presentes en la Reunión, el Acuerdo No.12-2003 se elaboró con fundamento en las recomendaciones elaboradas por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), en las normas adoptadas en jurisdicciones cuyos mercados de capitales son reconocidos como mercados desarrollados, así como en las recomendaciones y conclusiones elaboradas por la organización denominada **Center for International Private Enterprise** y plasmadas en el documento titulado "*Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies*", publicado en marzo del año 2002.

En el proyecto de ley de modificación del Decreto Ley No.1 de 1999, que dio como resultado la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, se incluyó un artículo haciendo obligatorio el cumplimiento de las guías y principios recomendados en el Acuerdo No.12-2003, no obstante fue eliminado del mismo cuando se remitió al Ministerio de Economía y Finanzas.

b. Ofertas Públicas de Adquisición:

El objeto de la OPA, la exigencia de la información y documentos que son requisitos para el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición son muy similares en todos los países, incluido Panamá.

La diferencia consiste en que en Panamá el oferente notifica que lanzará una oferta y acompaña documentos con igual información requerida en los demás países la que es analizada y si la Superintendencia considera que existe información suficiente para conocimiento de los accionistas involucrados en la OPA, mediante nota informa al oferente que no se tiene objeción. En los demás países el ente regulador autoriza el lanzamiento de la oferta.

En cuanto al precio es otra diferencia que existe. Panamá, no se involucra en la fijación del precio.


Yolanda G. Real S.
Directora de Registro y
Autorizaciones



Centro de Formación
de la Cooperación
Española en
Montevideo



EMBAJADA
DE ESPAÑA
EN URUGUAY



El Centro de Formación de la Cooperación Española en Montevideo, y el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores

Otorgan el presente Certificado a:

Yolanda Real

Por su asistencia como Participante en la
**REUNIÓN SOBRE EL FORTALECIMIENTO DEL BUEN GOBIERNO
DE LOS EMISORES Y LAS OPAS EN IBEROAMÉRICA**
celebrada del 19 al 22 de septiembre de 2011,
en el Centro de Formación de la Cooperación Española en Montevideo,
Montevideo, 22 de septiembre de 2011.

Alma Belenguer Hurtado
Coordinadora de Formaciones
Centro de Formación de la
Cooperación Española en Montevideo

Santiago Cuadra
Secretario General
Instituto Iberoamericano
de Mercados de Valores